BÖLÜM 5: Piyasa Faiz Oranları

*Faiz oranları işletmeleri kullandıkları borçların faiz oranından daha büyük getiri oranına sahip yatırımları gerçekleştirmeye zorlar. Böylece fonlar daha verimli ve karlı yatırım alanlarına yönlendirilmiş olur.
*İşletme riski üzerinde en önemli etkenlerden biri olan finansal riskin kaynağı faiz giderleridir.
*Piyasa faiz oranı(k) = Risksiz faiz oranı(k^*) + Enflasyon primi(IP) + Geri ödeme riski primi (DRP) + Likidite primi (LP) + Vade riski primi (MRP) + Yeniden yatırım riski primi (RIRP)
*Bu eşitlikte yer alan (k^*+IP) toplamına, nominal faiz (risksiz) oranı denir.
*Burada her elemanın birbirleriyle karşılıklı etkileşimi vardır.
Gerçek Risksiz Faiz Oranı (k^*)
*Eğer enflasyon beklenmiyorsa risksiz bir menkul değerin faiz oranı olarak ta-nımlanır. Bu oran enflasyonun bulunmadığı bir ortamda hazine bonolarının (tahvillerin) faiz oranı olarak kabul edilir.
*Bu oranın değişmesine yol açan faktörler:
- Fonların yönlendirildiği yatırımlardan beklenen getiri oranları
- Bireylerin gelecekteki tüketimleri ile şimdiki tüketimleri arasındaki zaman tercihi
- Paranın kutlesi
- yatırıma (harcamaya) olan gereksinimin yüksekliği

Nominal Risksiz Faiz Oranı (k_{rf})
Bu oran, risksiz faiz oranı ve beklenen enflasyon priminden oluşur. Enflasyonun olduğu ekonomilerde hazine bonolarının faiz oranı olarak kabul edilir, nominal risksiz faiz oranının yanında diğer riskler bulunmaz.
Eğer risksiz faiz oranı terimi gerçek veya nominal diye belirtilmemişse nominal faiz oranı anlaşılır.
Enflasyon Primi (IP)
Enflasyon beklentisi varsa tüketimi ertelemenin fedakarlığı artar. Enflasyon primini enflasyonun aşındırıcı etkisini giderici etkisi vardır.
Enflasyonist koşullarda yatırımcılar enflasyonsuz bir ortamda kabul edebilecekleri faiz oranına, borcun vadesi boyunca bekledikleri enflasyon oranını, enflasyon primi olarak ilave etmektedir. Burada enflasyon oranı olarak geçmişteki enflasyonun değil gelecekte beklenen enflasyon oranının kastedildiği unutulmamalıdır.
Geri Ödememe Riski Primi (Default Risk Premium DRP)
Bu risk, borçlunun faizi ve/veya anaparayı ödememesi durumunu gösterir. Geri ödememe riski arttıkça, borç verenler daha yüksek bir faiz oranı beklentisine girer.
Likidite Riski Primi (LRP)
Likidite, bir menkul değerin değerinden fazla kaybetmeden kısa zamanda paraya çevrilebilme kabiliyetini ifade eder. İlgili olduğu şirketin kredi değerliliğine bağlı olarak değişik şekillerde ortaya çıkar. (21)

ade Riski Primi (MRP)
Vade arttıkça, belirsizliğin, belirsizlik arttıkça riskin artacağına, dayanır.
eniden Yatırım Riski Primi (RIRP)
Tahvillerin veya, bonoların vadesi dolduğunda alınan anaparanın yeniden yatırılma
urumunda getirinin azalmasına yol açan faiz oranlarındaki düşme riskidir. Vade
ları süre azaldıkça, yeniden yatırım riski artar.
fektif Faiz Oranı
Parasını 1 yıldan kısa vadelerle bonlara yatıranların 1 tam yıl içinde elde
ttiği gelirin oranının ne olduğunu gösterir.
Yatırılan paranın vadesi kısalırsa, nominal faiz oranının değişmediği varsayımına
ne elde edilecek yıllık gelir artar.
eel Faiz Oranı
Nominal faizin içindeki enflasyon etkisinin arındırılmasından sonra kalan orandır.
eel faiz oranı, enflasyon oranı kesinleşinceye kadar tam olarak belirlenemez. Bu
edenle geleceğe yönelik faiz hesaplamalarında, reel faiz oranı "beklenen reel faiz
oranı" olarak ifade edilir.
aizlerin Vade Yapısı
Uzun vadeli faiz oranları genellikle kısa vadeli faiz oranlarından daha yüksektir.
ncak bu durumun uygulamada her zaman gerçekleştiğini söyleyemeyiz. Kısa vadeli
faiz oranlarıyla, uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki faizlerin vade yapısı
apsamında değerlendirilir.
-Getiri eğrisi, menkul kıymetlerin vadeleriyle getirileri arasındaki ilişkilere göre
çizimleri bir grafiktir. Uzun vadeli faiz oranlarının kısa vadeli faiz oranların
an daha yüksek olarak gerçekleştiği durumu gösteren getiri eğrisi normal
etiri eğrisidir. Temel mantık uzun dönemli kağıtların kısa dönemli kağıtlara
re daha yüksek risk primi içermesidir.
-Kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarından yüksek olması du
umuna ilişkin getiri eğrisi ise normal olmayan veya ters getiri eğrisidir. Ge
nellikle enflasyonun ve faizlerin çok yüksek olduğu ve bir stabilizasyon pr
amının uygulandığı ülkelerde görülür ve zamanla normalleşir.
-Yatay kazanç eğrisi, uzun dönem ve kısa dönem getirilerin aynı olduğu
etiri grafiğidir.
-Tümsek kazanç eğrisi orta vadedeki kazancın kısa ve uzun vadeli kazançtan
yüksek olduğu grafiktir.
-Farklı olgunluklardaki faiz oranları zaman içinde birlikte hareket eder (a)
Kısa dönemli faizler düşükken kazanç eğrileri yukarıya doğru, yüksekken aşağı
doğru eğimlidir (b) kazanç eğrileri genellikle yukarı doğru eğimlidir.
Beklentiler Teorisi a ve b'yi
Para Ayrımı Kuramı c'yi
Tercih edilen ortam teorisi a, b, ve c'yi açıkla

Beklentiler Kuramı

*Temel varsayım, farklı vadelere sahip menkul kıymetlerin birbirinin kusursuz ikameleri olduklarıdır. Farklı vadeleri olan menkul değerlerin faiz oranları birlikte hareket etmesini açıklar. Kazanç eğrisi kısa vadeli faiz oranları düşük olduğunda pozitif sert eğimli, yüksek olduğunda negatif eğimlidir.

*Getiri eğrisi temel olarak geleceğe ilişkin enflasyon beklentilerine göre durumunda faiz, risksiz faiz oranına beklenen faiz oranının eklenmesiyle belirlenir.

Pazar Ayrımı Kuramı

*Piyasa koşulları tarafından kısa ve uzun vadeli piyasalar durmakta ve faizler piyasalardaki arz/talebe göre oluşmaktadır.

*İlk varsayım, farklı vadelere sahip tahvillerin birbirlerinin ikamesi olmadığıdır ve farklı vadelere sahip tahvillerin piyasalarının tamamen bölümlenmiş olduğundan nedenle, her vadedeki faiz oranı bağımsız olarak hesaplanır.

*2. varsayım, genellikle yatırımcıların kısa vadeli tahvilleri tercih ettikleridir. Bu varsayımın nedeni, kısa vadeli tahvil fiyatlarının uzun vadeli tahvillere göre daha az dalgalanmasıdır. Bu varsayımın yansıması ise kısa vadeli tahvillere olan talebin daha yüksek olduğudur.

Likidite Tercihleri Kuramı

Uzun vadeli borçların faizlerinin kısa vadeli borç faizlerinden fazla olmamasının nedeni vardır;

- Yatırımcılar genellikle kısa vadeli menkul kıymetlere yatırım yaparlar. Çünkü bunların likiditesi daha yüksektir.
- Borçlananlar, genellikle uzun vadeli borçlanma eğilimindedirler. Çünkü kısa vadeli borçlanma durumunda, koşullarda meydana gelebilecek olumsuz değişiklikler işletme riskleri yükler. Borçlananlar uzun vadeli kredilere daha yüksek faiz oranı ödemeyi kabul ederler.

Pazar ayrımı ve likidite tercihleri kuramlarını birlikte değerlendirdiğimizde ilişkisi için de vade riskinin pozitif olduğunu söyleyebiliriz.

Tercih Edilen Ortam Teorisi

Bölünmemiş piyasalar teorisi ödünç alan ve verenlerin vadeleri dönüştürme konusunda istekli olduğunu varsayar. Buna karşılık beklentiler teorisi ise bunların istekli olduklarını varsayar. Tercih edilen ortam teorisine göre, ödünç alanlar ve verenler bir tercih edilmiş vadeye sahiptir. Ancak başka bir vadeyi dönüştürme konusunda da, tamamen duyarsız değillerdir. Eğer ödünç alanlar ve verenler kendilerinin tercih ettikleri vadeye göre beklenen oranın daha üzerinde olduğunu görüyorlarsa, belli bir ölçüde yön değiştirirler.

Kısa dönemli faiz oranları düştüğünde ve artmaları beklendiğinde, uzun vadeli oranlar kısa vadelilere göre önemli ölçüde yüksektir.

Kısa dönemli faiz oranları yüksek olduğunda ve bunların keskin bir şekilde düşmesi beklendiğinde uzun vadeli faiz oranları kısa vadelilere göre daha düşük olur.

Tercih edilen ortam teorisi, farklı vadelerdeki faiz oranlarının beraber hareket etmelerini ve kazanç eğrilerinin kısa vadeli faiz oranları düştüğünde pozitif, yükseldiğinde ise negatif bir eğilim sergilediklerini gözlemler.

Hem pazar ayrımı, hem likidite tercihleri hem de enflasyon beklentilerinin yapısı faiz oranlarının belirlenmesinde etkileri vardır. Bunların dışında, hükümetlerin uyguladıkları ekonomik politikaların, bütçe açıklarının vb. faiz oranları üzerinde etkisi bulunmaktadır.

TRLIBOR

Türk Lirası Bankalararası satış oranı olarak tespit edilen referans faiz oranıdır. Türkiye Bankalar Birliği tarafından ilan edilir.

Referans faiz oranının seans esnasında verilen kotasyonların belli aralıklarla, ~~~ ortalamasının tespit edilmesine "fixing" denir. Fixinge katılan bankalar kotasyon giren TRLIBOR sayfasına, girilen kotasyonları 5 defa tesadüfi olarak seçer ve her vadede en düşük ve en yüksek 3 kotasyonu çıkarıp, kalan kotasyonların satış tarafının aritmetik ortalamaları yayınlanır.

YTL'ye geçişle birlikte TRYLIBOR olarak güncellenmiştir.

LIBOR

Londra bankalararası piyasa faiz oranıdır. LIBOR her işlem günü yeniden tespit edilir, bu nedenle de değişken bir faiz oranı belirlenmesine olanak verir. Her bir para biriminde LIBOR'u belirlemek için hangi seçilmiş bankaların tekliflerinin değerlendirileceği ve nasıl hesaplamaya dahil edileceği önceden açıklanır.

Tüm dolararası banka kredilerinin %20'si, döviz işlemlerinin %30'u Londra'da gerçekleştirilmektedir. Ayrıca ABD'deki sermayeyle ilgili kısıtlar sermayenin Avrupa'ya kaymasına yol açar. Buna göre, LIBOR uluslararası işlemlerde daha çok tercih edilmektedir. Londra'daki işlem hacminin yüksek olması hesaplanan oranın daha gerçekçi olmasına katkı yapar.

AB içindeki ülkelerin her birinin en az 1 bankayla temsil edildiği toplam 47 bankanın kotasyonlarına göre hesaplanan EURIBOR'un da gelişen bir referans oran olduğu belirtilmelidir.

ABD'de ise değişken faiz oranı olarak Prime rate kullanılmaktadır. Prime rate, bankaların en itibarlı müşterilerine veya birbirlerine uyguladıkları faiz oranıdır.

BÖLÜM 6: Sabit-Değişken Maliyetlere Göre Kısa Vadeli Finansal Planlama

Başabaş Analizi:

* Diğer bir adı Maliyet-Hacim-Kar analizidir.
* Sabit ve değişken maliyet ayrımının yapılamayacağı uzun dönemler için kullanışlı değildir. Uzun vadede tüm giderler değişken olduğu için başabaş analizi kısa vadeli bir analiz veya planlama tekniğidir.

Varsayımları:

- İşletmenin maliyetleri sabit giderler ve değişken giderler olarak ayrılabilmektedir.
- Satışlar arttıkça birim satış fiyatı değişmemektedir.
- Birim değişken giderler üretim arttıkça değişmemektedir.
- İşletmede stok bulunmamaktadır.
- Tek bir mal/hizmet üretilmektedir. Üretim girdilerinin verimliliği sabittir.
- Üretilen mal/hizmet satılabilmektedir (Üretim=satış)

Katkı Payı:

Birim satış fiyatının birim değişken maliyeti aşan kısmıdır.

Emek yoğun işletmelerde birim değişken maliyetler teknoloji yoğun işletmelerle karşılaştırıldığında daha yüksektir.

Teknoloji yoğun işletmelerdeki katkı payı emek yoğun işletmelere göre daha yüksektir. Teknoloji yoğun işletmelerde sabit maliyetler göreli olarak daha yüksek olduğundan, teknoloji yoğun işletmeler başabaş noktasına geç ulaşırlar ancak başabaş noktasından sonraki her birim satışın işletmeye sağlayacağı katkı daha yüksektir.

Başabaş Analizinin İşletmeler Açısından Yararları

. İşletmenin zarara uğramaması için ulaşılması gerekli iş hacmi düzeyinin belirlenmesi
. Çeşitli üretim düzeylerinde birim maliyetlerin hesaplanması
. " " " işletmenin işletme sermayesi gereksiniminin tahmin edilmesi
. Değişken maliyetler, sabit maliyetler ve birim satış fiyatındaki değişikliklerin işletmenin başabaş noktası ve toplam karı üzerinde olabilecek etkilerinin incelenmesi
. En karlı ürün birleşiminin seçilmesi
. En az satış fiyatının belirlenmesi
. Kar hedefleme ulaşabilmek için gerekli iş hacminin saptanması
. İşletmenin üretim kapasitesinin artırılması halinde böyle bir kapasite için gerekli olacak satış hacminin belirlenmesi
. İşletmenin izleyeceği üretim, fiyat ve yatırım politikaları konusunda alınacak kararlara yardımcı olması.

Başabaş analizinde kritik noktalara dikkat etmek gerekir. Birim değişken maliyetlerin sabit kalacağı varsayımı gerçek hayatta çok karşılaşılmayan bir durumdur. Genellikle üretimde kapasite kullanım oranı arttıkça, birim değişken giderlerin azaldığı olur.

Bir işletmenin kara geçiş noktası ile faaliyeti durdurma noktası birbirinden farklıdır. Bir işletme, kısa dönemde zarar etse de değişken maliyetlerini karşılayabiliyorsa faaliyetini sürdürmelidir. Bu şekilde zararını azaltabilir. İşletmenin birim satış fiyatı, birim değişken giderlerinden daha düşükse işletme faaliyetini durdurmalıdır. Bu durumda işletme faaliyetini sürdürdüğü sürece zararını artırmış olur. Böyle bir işletme faaliyetini durdurduğu zaman sadece sabit giderleri kadar zarar eder.

İşletme için faaliyetini durdurma noktası, marjinal katkı payının negatif olduğu
oktadır. Bir başka ifadeyle, fiyatın değişken maliyetlere eşit olduğu noktadır.

letme Riski

İşletme riskini faaliyet kaldıraç derecesiyle ölçeriz. Bir işletmenin emek veya rmaye yoğun olarak kurulması kararı sonucu ortaya çıkan risk her işletmenin ndine özgü bir risk çeşididir.

Refah dönemlerinde veya enflasyonist bir ekonomide sermaye yoğun işletmeler cih edilmelidir. Çünkü satışlardaki artış sermaye yoğun işletmenin ortaklarına, emek ğun işletmenin sağladığına göre daha çok kar sağlar. Satışlardaki artışın karları ne çüde artıracağını veya azaltacağını faaliyet kaldıraç derecesi belirler.

$$FKD = \frac{Qx(F-Dm)}{Qx(F-Dm)-Sm}$$

rgunluk dönemlerinde emek-yoğun işletmelerin hisselerine yatırım yapılmas urumunda, riskin az olmasının en önemli nedeni bu işletmelerde başabaş noktasını elirleyen önemli bir faktör olan sabit maliyetlerin daha az olması ve daha küçük etim ve satış düzeylerinde başabaş noktasına ulaşılmasıdır.

Büyük miktarda maddi duran varlık yatırımı olan işletmelerin sabit maliyetleri üksek olacağı için faaliyet kaldıracı derecesi yüksek olur.

inansman Riski

Finansal risk finansal kaldıraç derecesiyle belirlenir. FVÖK'larda meydana gele ğişmenin vergi sonrası karları ne ölçüde etkilediğini gösterir.

$$FKD = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kar}}{\text{FVÖK} - \text{Faiz Giderleri}}$$

Satışların ve karların arttığı ekonomik refah dönemlerinde veya enflasyonist emlerde işletmeler giderek artan bir oranda yabancı kaynaklara başvururlarsa, isse başına düşen karları artar. Çünkü hisse sayısı değişmediği halde, artan karlar, abit sayıda hisseye bölünmektedir.

irleşik Kaldıraç Derecesi

Satışlardaki değişmenin hisse başına düşen karlarda (net kar) ne ölçüde değişmeye den olduğunu gösterir.

Faaliyet kaldıraç derecesiyle finansal kaldıraç derecesinin çarpılmasıyla ulunur.

BÖLÜM 7: Paranın Zaman Değeri

*Paranın zaman değerini temel olarak şu faktörler etkiler:

a.) Yalın Faiz Oranı: Parayı borç verenin, parayı kendisinin tüketmeyerek başkasına kullandırması durumunda, karşı taraftan talep edeceği tüketimi erteleme bedelidir.

b.) Enflasyon Oranı:

c.) Risk Oranı: Borç verecek olan tarafın borç alacak tarafı geri ödeme konusundan riskli bulma durumuna göre talep edeceği ilave faiz oranı, risk oranıdır.

d.) Paraya Olan Gereksinimin Artması: Diğer koşulların değişmediği varsayımı altında paraya olan talep yükselirse borç veren taraf normal koşullarda istediği faiz oranından daha yüksek oranda faiz talep eder. Bu durum, yalın faiz oranının daha yüksek olarak belirlenmesi şeklinde olabileceği gibi ayrı bir etki olarak da değerlendirilebilir.

* $FV = PV \times (1+k)^n$

Formülde yer alan n değeri yıl sayısını değil faizin tahakkuk ettirileceği dönem sayısını gösterir.

: Belli bir zaman dilimi içinde faizlerin tahakkuk ettirileceği dönem sayısı arttıkça o'nun gelecek değeri artar.

Gelecekte elimize geçecek paranın elimize geçmesi için beklenmesi gereken dönem sayısı arttıkça, beklediğimiz dönemlerdeki faiz oranları arttıkça, bugünkü değeri küçülür. Bir başka ifadeyle piyasa faiz oranları yükseldikçe ve paranın elimize geçmesi geciktikçe bugünkü değeri düşer.

$$PV = \frac{FV}{(1+k)^n}$$

Bugünkü değer faktörleri, gelecek değer faktörleri ve benzer tablolarda yer alan değerler söz konusu dönemlerde faiz oranlarının değişmediği varsayımına göre hesaplanmışlardır. Faiz oranlarının her dönemde değiştiği varsayılırsa faktör tablolarını kullanamayız. Bu tür soruların çözümünde faktörü kendimiz hesaplarız. Bir başka ifadeyle söz konusu dönemler boyunca, verilen faiz oranlarının geometrik ortalamasını alırız ve bu ortalamayı iskonto faktörü olarak kullanırız.

Taksit (Annüite)

Taksitler genellikle ilgili oldukları dönemin sonlarında ödenirler. Taksitlerin dönem sonunda ödenmesi durumunda, olağan taksitler veya ertelenmiş taksitler denir. Taksitler dönem başlarında ödeniyorlarsa, dönem başında ödenen taksitler veya vadesi gelmiş taksitler olarak isimlendirilirler. Aksi belirtilmedikçe, taksitler dönemin sonunda yatırılmış taksitler olarak alınır.

Taksitlerin Toplamı $= \sum_{t=1}^{n} PMT(1+k)^{n-t}$

Taksitlerin Bugünkü Değeri $= \sum_{t=1}^{n} PMT \times \frac{1}{(1+k)^n}$

Sonsuz Taksitler Formülü

$$\text{Bugünkü Değer} = \frac{PMT}{k}$$

BÖLÜM 8; Sermaye Maliyeti

*Bir işletmenin finansal yöneticilerinin temel amacı işletmenin değerini artırarak or
takların refahını maksimize etmektir. Bu amacı gerçekleştirmeye yönelik en önem
araçlardan biri de işletmenin kullandığı kaynakların maliyetini doğru ölçmektir.

*İşletme değerini artırmak için ortalama sermaye maliyetinden daha yüksek oranda
getiri sağlayan yatırımların gerçekleştirilmesi gerekir.

*Bilançonun pasif tarafı işletmenin aktiflerini nasıl finanse ettiğini gösterir. Bu kalem
ve bilançonun pasif tarafına finansal yapı da denir.

Şirket yönetimi optimal bir sermaye bileşimi oluştururken ortalama kaynak mali
yetlerini ve kaynaklarla varlıkların vadeleri bakımından uyumlu olmasını hedefler.

*Sermaye maliyetinin hesaplanması şu bakımlardan önem taşır;

1. Sermaye bir üretim faktörüdür. Üretim faktörlerinin maliyetini düşürmek, üretim mali
yetlerini düşürür.

2. Sermaye maliyeti projelerin değerlendirilmesinde bir ölçüttür. Net bugünkü değer
yönteminde projenin sağladığı net nakit akımları ağırlıklı ortalama serma
maliyetiyle iskonto edilir. Net bugünkü değeri sıfırdan büyük olan projeler kabul edilir.
Alternatif projelerin değerlendirilmesinde ise net bugünkü değeri büyük olan proje seçi
İç getiri oranı yönteminde öncelikle nakit girişlerinin bugünkü değerini nakit çıkış
larının değerine eşitleyen iç getiri oranı hesaplanır. Hesaplanan iç getiri oranıyla serma
maliyeti karşılaştırılır ve iç getiri oranı sermaye maliyetinden büyükse proje uygula
nabilir bir proje olarak seçilir.

3. Sermaye maliyeti, firma değerinin belirlenmesinde önemlidir. Diğer koşulların
sabit kaldığı varsayımı altında, sermaye maliyeti düştükçe firma değeri artar.

4. Sermaye maliyeti optimal sermaye yapısının sağlanabilmesi bakımından gereklid
Optimal sermaye yapısı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin en düşük düzeyde
gerçekleşmesini sağlayacak şekilde işletme finansmanının sağlanmasıdır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti işletmenin belli bir tarihte bilanço pasifinde
mevcut kaynaklarının maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasıdır.

Marjinal Sermaye Maliyeti

İşletmenin sağladığı son kaynak tutarı için söz konusu olan maliyettir. Bir işletmenin
sağladığı yabancı kaynaklar arttıkça genelde her sağlanan ek kaynağın bir öncekine
göre sermaye maliyeti artar.

İşletmeler başlıca 2 nedenle marjinal sermaye maliyetini hesaplar;

1. İşletmenin finansman şekli marjinal sermaye maliyetini en düşük seviyeye indirmelidir.

2. Yeni yatırım projelerinin değerlendirilmesinde sermayenin marjinal maliyeti de dikkate
alınmalıdır.

İşletme için bir kaynağın maliyeti, o kaynağın işletmeye sağladığı nakit girişlerinin
bugünkü değeriyle o kaynağın kullanılmasından dolayı ortaya çıkan nakit çıkışlarının
bugünkü değerini ... (25)

Sermaye maliyeti hesaplanırken işletmenin faaliyet riski, kâr dağıtım politikaları
- sermaye bileşiminin değişmediği varsayılır.
abancı Kaynakların Sermaye Maliyeti
İşletmenin elde ettiği borç miktarıyla faiz ve anapara ödemelerinin bugünkü
eğerini eşitleyen iskonto oranı, o borcun sermaye maliyetini verir. Yabancı kaynakların
aliyeti hesaplanırken vergi etkisi dikkate alınmalıdır.
Borçlanmadan kaynaklanan faiz ödemeleri, vergi matrahının hesaplanmasında bi
ndirim kalemi olarak kullanılmaktadır. Bu durum, vergi sonrası kaynak maliyetinin
ergi öncesi kaynak maliyetinden daha düşük gerçekleşmesi sonucunu doğurmaktadır.
nun sonucu olarak daha az vergi ödendiği için faiz giderlerinden oluşan borçlanmanın
aliyeti vergiden sonraki maliyet esas alınarak hesaplanmaktadır.
rçlanmanın vergi sonrası maliyeti = vergi öncesi maliyet x (1 - Vergi Oranı)
Borçlanma sonucu ortaya çıkan faiz giderlerinin vergi matrahından indirilebil-
esi sonucunda vergi matrahı küçülmekte dolayısıyla işletme daha az vergi
demektedir. Buna karşın özkaynak sahiplerinin işletmeye getirdikleri sermaye kar-
şılığında işletmenin ortaklarına dağıttığı temettünün vergi matrahından indirilmesi
olanağı yoktur. Zaten temettüler, dönem net kârı (kârın vergisi ödendikten veya tahak-
uk ettirildikten sonra) belirlendikten sonra dağıtılmaktadır.
Tahvillerin maliyeti, tahvil ihracıyla sağlanan kaynağın tutarını, kupon faizleri ve
napara ödemelerinin bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranına eşittir.
Adi hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan kaynakların maliyeti yatırımcının hisse
satın almak için ödediği fiyatla bu hissenin gelecekte sağlayacağı tahmin edilen
temettü gelirlerinin bugünkü değerini birbirine eşitleyen iskonto oranıdır. Bu
iskonto oranı aynı zamanda, yatırımcının beklediği kazanç oranı olarak da ifade
edilir.
İmtiyazlı hisse senedi, tahvillerdeki gibi sabit faiz ödemeleri, hisselerdeki gibi temettü
vardır. Ödemeler dönem net kârı üzerinden yapıldığı için vergi avantajı ve tahvillerdeki
gibi vade yoktur. Maliyeti, senet üzerinde yazılı olan temettü veya temettü oranının doğur-
acağı beklenen nakit akışlarının bugünkü değerini, senet ihracıyla sağlanılan kaynak
tutarına eşitleyen iskonto oranıdır.
Ortaklar dağıtılmayarak işletmede kalan kârlar için belli bir sermaye beklentisi
içindedirler. Bu beklenen getiri oranı, dağıtılmayan kârların maliyetini oluşturur. Kârın
dağıtılmaması durumunda, ortakların dağıtılacak temettüyle girebilecekleri yeni
yatırımlar engellenmektedir. Ortakların en uygun (en yüksek getiri sağlayan) alternatif
yatırımlardan elde edebilecekleri getiri oranı dağıtılmayan kârların maliyeti olarak
düşünülmektedir.

BÖLÜM 9: Sermaye Yapısı

Sermaye yapısı, işletme finansmanında kullanılan kaynakların bileşimini ifade eder. Sermaye yapısı değişen koşullara bağlı olarak değişen bir yapıdır.

*Kaynakların nerelerden ve ne tutarlarda sağlanacağı temel olarak, mevcut kaynakla-
rın dağılımına, işletme yatırımlarının niteliğine ve piyasa koşullarına bağlıdır.

*Herhangi bir işletmenin değerini maksimize eden veya sermaye maliyetini minimize
eden devamlı ve değişmez bir sermaye yapısı tanımlamak olanaksızdır. Bu olanaksız-
lığı doğuran değişen işletme ve piyasa koşullarıdır.

*Sermaye maliyeti, sermaye yapısı, işletme değeri arasındaki ilişkileri inceleyen
başlıca 4 yaklaşım vardır:

1.) Net Gelir Yaklaşımı:

Yabancı kaynaklardan sağlanan sermayenin maliyeti (kd) özkaynaklarla sağlanan
sermayenin maliyetinden (ks) küçüktür. Çünkü, işletme sahiplerinin üstlendikleri riske,
borç verenlerin üstlendikleri riskten daha fazladır.

Net gelir yaklaşımının varsayımına göre işletme ne kadar borçlanırsa borçlansın
ortakların veya işletmeye borç verenlerin beklentileri değişmemektedir. Dolayısıyla işl-
etme daha çok borçlandıkça ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşmekte, buna karşılık
işletme değeri yükselmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmek için mümkün
olduğunca borçla finansman yolu tercih edilmelidir.

Net gelir yaklaşımına yöneltilen temel eleştiriler;

1. Bütün borç/özkaynak düzeyinde borçlanma ve özkaynak maliyetleri değişmemekte
sabit kalmaktadır. Böyle bir durum piyasa koşullarında olanaklı değildir.

2. Aşırı borçlanmanın doğurduğu likidite sorunu ihmal edilmektedir.

3. Borçlanmadan kaynaklanan nakit çıkışlarının gelecek dönemlerdeki net nakit
akışları üzerinde doğuracağı olumsuz etki ihmal edilmiştir.

4. Borçlanma finansal riski artırır. Finansal riskteki artış, borç geri ödemesi ve faiz-
lerin ödenebilirliğini, işletmenin kredi derecesini düşürür. Buna bağlı olarak sermaye
maliyeti artar. Net gelir yaklaşımında bu süreç de ihmal edilmiştir.

2.) Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Bu yaklaşımda işletmenin sabit bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin olduğu
varsayılmaktadır. İşletmenin oluşturacağı sermaye yapısının işletme değeri ve ağırlıklı
ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkisi yoktur. Borç/sermaye oranı
ne olursa olsun ortalama sermaye maliyeti ve işletme değeri değişmemektedir. İşletme
ne kadar borçlanırsa borçlansın ortalama sermaye maliyeti sabit kalır.

İşletmenin sermaye bileşiminde yabancı kaynakların oranı arttıkça özkaynak sağla-
yanların getiri beklentileri işletmenin değişmezse ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
düşer. Ancak özkaynak sağlayanların getiri beklentileri işletmenin borç/özkaynak oranı
arttıkça artmaktadır. Bu artış yabancı kaynak kullanılarak sağlanan avantajı eritir.
Bu nedenle borç/özkaynak oranı artırılarak sağlanan avantaj özkaynak sahiplerinin
getiri beklentilerindeki yükselmeyle ortadan kaldırılmaktadır. Sonuçta, kaynak
bileşiminin sermaye maliyeti üzerinde (0) ...

Bir şirkete ilişkin her kaynak bileşiminde kaynak bileşimi optimaldir ve kaynak bileşiminin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkisi yoktur.
Bu yaklaşımın net bir şekilde ortaya koyduğu bir gerçek vardır, Borçlanmanın gizli maliyetleri. Gizli maliyetler, borçlanma arttıkça borçlanmaya bağlı olarak başka maliyetlerin ortaya çıkacağını ifade eder. Örneğin, borçlanmadaki artış, özkaynak maliyetlerini açıklamada kullanılan hakların getiri oranını yükseltecek, hayatta ise, borçlanmadaki artış buna ilave olarak borçlanma potansiyelini düşürerek gelecekteki borçlanmaların daha yüksek bir faiz oranı üzerinden yapılması sonucunu doğurabilir.
) Geleneksel Yaklaşım
Optimal sermaye bileşimi ve sermaye maliyetini açıklandığı bölümünden en eski yaklaşım, geleneksel yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre, işletmenin yalnızca bir optimal sermaye yapısı vardır. İşletme, finansal kaldıraç faktöründen yararlanarak sermaye maliyetini düşürebilir ve işletme değerini yükseltebilir. Ancak borçlanma yoluyla ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşürülebilmesi olanağı bir noktada son bulmaktadır. Bu nokta aşıldıktan sonra ise, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti artmaktadır. Bu artışın nedeni, yabancı kaynak sahiplerinin borç vermekten kaçınmaları veya daha yüksek faiz istemeleri yanında özkaynak sahiplerinin de getiri beklentilerini artırmalarıdır. Bu 2 temel sermaye bileşeninin maliyetlerindeki artış sonucu olarak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini artırmaktadır.
Finansal yöneticilerin borçlanma yoluyla bir noktaya kadar sermaye maliyetini düşürmeleri mümkündür. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin min. olduğu nokta, işletme değerinin en yüksek düzeyde gerçekleştiği noktadır. Bu noktadan sonra borçlanmayı artırmak şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini artırır ve şirket değerini düşürür.
) Modigliani - Miller Yaklaşımı
Net faaliyet geliri yaklaşımına benzer bir açıklama getirmiştir. Bu yaklaşıma göre, işletmeler risklilik durumlarına göre farklı risk gruplarında ele alınmalıdır. Aynı risk grubundaki işletmelerden net faaliyet geliri eşit olanlar aynı sermaye maliyetine ve aynı işletme değerine sahiptir. Aynı risk grubundaki bir işletme sermaye yapısını değiştirerek aynı net faaliyet gelirine sahip bir işletmeye göre değerini artıramaz.
Finansman Hiyerarşisi Kuramı
* İşletme finansmanında önce dağıtılmayan karlar kullanılmalıdır. En son başvurulacak kaynak ise yeni hisse ihracı yoluyla sağlanacak kaynaktır.
* Finansman hiyerarşisi, dağıtılmayan karlar, borçlanma ve en son çare olarak da ortakların (last resort) katkılarıdır.
* Temel olarak yanlış fiyatlandırma veya bilgilendirmeye ilişkin kötü olasılıklardan dolayı ortaya çıkan ~~...~~ koşullara bağlı olarak oluşmaktadır.

* Örneğin, finansman hiyerarşisinin tersine, işletme yöneticileri hisselerin piyasada aşırı değerlenmiş olduğunu düşünürlerse hisse ihraçlarını tahvil ihraçlarına tercih ederler.

* Finansman hiyerarşisi, sermaye maliyeti ve sermaye yapısıyla ilgili kuramsal yaklaşıma aykırı bir durumun varlığını göstermektedir.

BÖLÜM 10: Sermaye Bütçelemesi

*İşletmenin üretiminde kullanacağı duran varlıkların yatırımına ilişkin bir değerlendirme sürecidir. Proje değerlemesi de denilmektedir.

*Sermaye bütçelemesinde dikkat edilmesi gereken durumlar:

= Sermaye bütçelemesi kararları uzunca bir dönemi kapsarlar. Yatırım kararı uygulamaya konulduktan sonra vazgeçme maliyetleri çok yüksek olur. Bu nedenle bir sermaye bütçelemesi sürecinden sonra gerçekleştirilmeye başlanan yatırım kararından vazgeçmenin esnekliği çok düşüktür.

– Sermaye bütçelemesinde değerlendirilen projeler, göreli olarak büyük tutarlarda finansman gereksinimi doğurur.

Sermaye Bütçelemesinde Kullanılan Yöntemler

1.) Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulundurmayan Yöntemler

. Geri Ödeme Dönemi

: Yatırım tutarını en kısa sürede amorti eden proje daha uygun proje olarak kabul edilir.

: Zaman değerini göz önünde bulundurmayan yöntemlerden biri olarak kabul edilmesinin sebebi projenin kendisini amorti etme kutunun dikkate alınıyor olması, şöyle kapalı bir şekilde paranın zaman değerini göz önünde bulundurduğu şeklinde de yorumlanmaktadır.

: Geri ödeme dönemi, bir bakıma başabaş noktasının gerçekleştiği dönem sayısı olarak kabul edilebilir.

2. Yatırım Karlılığı Yöntemi

: Projenin sağlayacağı net kar toplamı, projenin toplam tutarına bölünerek yatırımın karlılığı hesaplanmaya çalışılır.

: Karlılığı esas alan ve değişik açılardan karlılığı hesaplayan farklı yaklaşımlar olan bu yöntemde karlılık oranı en yüksek olan proje tercih edilir.

Serbest Nakit Akışları

Serbest nakit akışları, dönem karından ilgili dönem vergisinin ve ilgili dönemdeki yatırım harcamaları tutarının çıkarılması, ilgili dönem amortisman giderleri tutarının da eklenmesiyle bulunur.

: Yatırım harcamaları tutarı, bir dönem içinde duran varlık yatırımlarındaki net artış tutarıyla net işletme sermayesindeki artış tutarını ifade eder. Duran varlık yatırımlarındaki artış tutarı, dönem sonu duran varlıkların defter değerinden, dönem başı duran varlıkların defter değerinin çıkarılması ve dönem amortisman giderlerinin eklenmesiyle elde edilen tutardır.

Net işletme sermayesindeki artış tutarı ise, dönem sonu net işletme sermayesi tutarından (Dönen Varlıklar – Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar) dönem başı net işletme sermayesi tutarının çıkarılmasından sonra kalan tutardır.

Serbest nakit akışı denilmesinin gerekçesi, sermaye kaynaklarına serbestçe ödenebilecek karı gösteriyor olmasındandır.

2.) Paranın Zaman Değerini Göz Önünde Bulunduran Yöntemler

. Net Bugünkü Değer

Bir projenin uygulamaya konulabilmesi için o projenin sağladığı net nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı sıfır veya (OC) sıfırdan büyük olmalıdır.

Bir projenin NBD'sinin sıfır olması durumunda bile tercih edilmesinin gerekçesi, ekonomik kaynakları atıl olarak tutmaktansa kullanmak daha tercih edilir mantığıdır.

İç Getiri Oranı Yöntemi

Yapılan proje değerlendirmelerinde herhangi bir projenin gelecekte sağlayacağı dönemlik net nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamını projenin yatırım tutarının bugünkü değerine eşitleyen iskonto oranı oranıdır.

Daha büyük bir NBD elde etmek için IRR'ı azaltmak, daha küçük bir NBD elde etmek için ise artırmak gerekir.

Projelerde birinin seçilmesi gerekirse IRR'ı büyük olan proje seçilir.

Farklı nakit akışlarına sahip projelerin NPV'lerini birbirlerine eşitleyen iskonto oranı, projelerin herhangi dönemdeki nakit akışlarının tutarları arasındaki farkların net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen iskonto oranıdır. Bir başka ifadeyle, farklardan oluşan nakit akışlarının IRR'si farklı nakit akışlarına sahip projelerin NPV'lerini birbirine eşitleyen iskonto oranıdır.

IRR'nin en zayıf yönlerinden biri, projenin ekonomik ömrü içindeki dönemlerde negatif net nakit akışlarının ortaya çıktığı durumlarda, net bugünkü değeri sıfıra eşitleyen birden fazla IRR söz konusu olabilmektedir.

Değiştirilmiş İç Getiri Oranı Yöntemi

Bu yöntemde, projenin sağladığı nakit akımlarının sermaye maliyeti üzerinden yeniden yatırıma dönüştürüldüğü varsayılmaktadır. IRR yönteminde ise projenin sağladığı nakit akımlarının IRR üzerinden yeniden yatırıma dönüştürüldüğü varsayılmaktadır. Eğer projelerden yalnızca biri seçilecekse MIRR değeri yüksek projenin seçilmesi gerekir.

MIRR bulunması yoluyla, bağımsız bir projenin değerlemesi yapılıyorsa, bir projenin MIRR'sinin sermaye maliyetinden daha büyük olması gerekir. Ancak MIRR'si sermaye maliyetinden daha büyük olan projeler işletmenin karlılığını ve değerini artırır.

Karlılık İndeksi Yöntemi

Fayda maliyet oranı da denilmektedir. Bir projenin sağlayacağı nakit girişlerinin bugünkü değeri, projenin getireceği nakit akışlarının bugünkü değerine bölünmektedir.

Alternatif projelerde, karlılık endeksi 1'e eşit veya daha büyük olmak koşuluyla karlılık endeksi daha büyük olan proje seçilirken, bağımsız projelerde bir projenin kabul edilmesi için karlılık endeksinin birden büyük veya bire eşit olması gerekir.

Karlılık endeksinin, birden büyük olduğu projelerde net bugünkü değer sıfırdan büyüktür. Bire eşitse, net bugünkü değeri sıfırdır. Birden küçükse net bugünkü değer negatiftir.

Karlılık endeksi, bir projenin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı nakit girişlerinin projenin doğurduğu nakit çıkışlarının %kaçı kadar olduğunu gösterir. Örneğin, karlılık endeksinin 1.08 olması demek bugünkü değer bazında projeye 100 YTL yatırılırsa, 108 YTL kazandırır şeklinde yorumlanabilir. Benzer şekilde, karlılık endeksinin 0.90 olması demek, projeye yatırılacak 100 YTL'nin ancak %90'ı kadarlık kısmının geri döneceği ve bugünkü değer bazında 10 YTL zarar olacağı şeklinde yorumlanabilir.

*Ekonomik ömürleri eşit olmayan projelerin karşılaştırılması için kullanılan başlıca 2 yaklaşım vardır:

1. İkame Zinciri Yaklaşımı:

* Ekonomik ömürleri birbirinden farklı olan, birlikte olanaksız projelerden hangisinin seçilmesi gerektiğini sağlamak için kullanılır. İkame zinciri yaklaşımı bir değerleme yöntemi olmaktan çok, ekonomik ömürleri veya dönemsel nakit akışları eşit olmayan problemlerin nakit akışlarını dengeleme yaklaşımıdır. Dengelenen nakit akışları, çoğunlukla net bugünkü değere göre değerlendirilmekle birlikte herhangi bir proje değerleme yöntemine göre de değerlenebilir.

* Bu yaklaşımda, projelerden daha kısa ekonomik ömre sahip olanın sağlayacağı nakit akışlarının gerçekleşme sayısı, daha büyük ekonomik ömre sahip olan projenin dönem sayısına eşit oluncaya kadar sırasıyla tekrarlayacağı varsayılır veya her iki projenin ekonomik ömürlerini ifade eden sayıların ortak katlarının en küçüğü sayısına eşit dönem sayısınca yine her iki projenin tekrar ve sırasıyla nakit akışı sağlayacağı varsayılır.

2. Eşdeğer Yıllık Taksitler Yaklaşımı:

* Bazı durumlarda ikame zinciri yaklaşımının kullanılması zor olabilir (ör: ekonomik ömrü 7-9 olan 2 proje)

* Her 2 projenin orijinal nakit akışlarına ve belirlenen iskonto oranına göre net bugünkü değerleri hesaplanır. Hesaplanan net bugünkü değerlerin, projenin orijinal ekonomik ömrü; dönem, sermaye maliyeti de iskonto oranı olduğu varsayımıyla, hangi taksitlerin bugünkü değerleri olduğu hesaplanır. (sonsuza kadar taksitler gibi)

Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA)

Ekonomik katma değer, bir işletmenin projelerinin finansmanında kullandığı kaynakların maliyeti, o projelerin sağladığı getiri oranından küçükse ilgili projelerin ekonomik katma değer sağladıkları kabul edilir.

EVA projesini diğer proje değerlendirme yöntemlerinden ayıran temel nokta, sermaye maliyetinin hesaplanmasında ortaya çıkmaktadır. Proje değerlendirmesinde kullanılan diğer yöntemlerde sermaye maliyeti genellikle proje finansmanı için kullanılan borç kaynakların maliyetiyken EVA yönteminde sermaye maliyeti ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir.

Temel farklılık, proje değerlendirilmesinde özkaynak maliyetlerinin de dikkate alınıyor olmasıdır.

Muhasebe uygulamalarında kâr belirlenirken özkaynakların maliyeti ihmal edilmektedir. Ekonomik anlamda kâr özkaynak maliyetlerinin de göz önünde bulundurulmasıyla yapılan kârdır.

Projenin vergi sonrası net faaliyet kârı) − (Toplam Sermaye Maliyeti) = EVA

$EVA_x < EVA_y$ ise y projesi seçilir.

Yıllık Eşdeğer Gider Yöntemi

Bu proje değerlendirme yönteminde, diğer yolla sabit veya alternatif projelerin hepsi aynı sistemi gerçekleştirebilme (aynı) özelliğine sahipse, bu durumda yıllık giderleri

düşük olan proje seçilir şeklinde bir mantık uygulanmaktadır.
Gider olarak temelde sermaye maliyetine bağlı olarak ortaya çıkan giderler esas alınmaktadır. Her yıldaki sermaye maliyetine bağlı olarak ortaya çıkan giderlere projenin kesinlikle gerçekleşmeyeceği işletme veya genel yönetim giderleri ilave edilerek ve amortisman gibi nakit çıkışı gerçekleştirmeyen giderler de indirilerek yıllık eşdeğer gider tutarları bulunmaktadır.
Sermaye Kurtarma Faktörü: Yatırım dönemi başında yapılan her 1 liralık yatırımın [belli bir faiz oranı (k, sermaye maliyeti) ve projenin dönem sayısı göz önünde bulundurularak] her yıl veya dönemde söz konusu olacak finansman giderinin kaç TL olacağını gösterir.
Alternatif yatırım projelerinin yıllık eşdeğer giderleri hesaplanır ve bu projelerden yıllık eşdeğer gideri daha düşük olan proje seçilir.
Uluslararası Yatırımlar
Uluslararası yatırımlar temelde 2'ye ayrılır:
1. Direkt Yatırımlar: Bir yatırımcının ülkesi dışındaki bir ülkeye gelerek orada yatırım yapmasına direkt yatırım veya doğrudan yatırım denir. Bu yatırımlar stratejik amaçlı (uzun vadeli) yatırımlardır.
* Bir ülkede direkt yatırımın artması o yatırımın yapıldığı ülkenin riskini azalt
2. İndirekt Yatırımlar: Bir yatırımcının ülkesi dışındaki bir ülkede menkul kıymetlere yatırım yapmasına denir. Bu tür yatırım yapan yatırımcıların kısa vadeli spekülatif kazanç peşinde oldukları ileri sürülür. Bu nedenle de bu tür yatırımları ifade etmek için "sıcak para" ifadesi kullanılmaktadır.
Uluslararası yatırım projelerinin değerlendirilmesinde göz önünde bulundurulacak unsurlar:
1. Kur riski
2. Para birimlerinin farklı olmasından kaynaklanan durumlar
3. Projelerle ilgili nakit akışlarının öngörülen şekilde gerçekleşip gerçekleşmeyeceği projenin yapıldığı ülkedeki politik risklerle ilişkilidir.
Riskli Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi
- Yatırımın risk derecesine göre yatırımdan beklenen asgari karlılık oranını farklılaştırmak bir başka ifadeyle riskin yüksek olduğu koşullarda nakit akışlarını daha yüksek iskonto oranları kullanarak iskonto etmek
Yatırımın sağlayacağı para akışlarını risk faktörünü dikkate alarak riske göre yeniden düzenlemek, bir başka ifadeyle nakit akışlarını riske göre düzeltmek, bunun için riskli projelerdeki nakit akışları düzeltilir.
- Yatırımın sağlayacağı nakit akımlarının gerçekleşme olasılıklarını dikkate alarak belirlemek, bu amaçla karar ağacı yaklaşımını kullanmak.
- Projelerle ilgili olarak net bugünkü değerler göz önünde bulundurularak başa baş analizi yapmak, burada, bilinen başa baş analizinden farklı olarak paranın zaman değeri de göz önünde bulundurulmalıdır.
+ Duyarlılık analizinde, farklı iskonto oranları, risk düzeyi vb. değişkenlere göre projenin nakit akımlarının net bugünkü değerinde veya iç getiri oranı vb. kararla ilgili durumların ne ölçüde ve ne yönde değiştiği saptanmaya çalışılır.

*Projelerin değerlendirilmesinde kullanılan nakit akışları, iskonto oranı veya oranlar gibi değişkenler üzerinde etkili olabilecek faktörlerin göz önünde bulundurulduğu bir simülasyon modeli ile projeyi değerlendirmek.



...lüm 11: Kar Dağıtımı

* Yüksek kârda kar olan bir işletmenin kasasında nakit olmayabileceği gibi zarar olan bir işletmede yüksek miktarda kar olabilir. Bu bakımdan karın dağıtılması karar verilirken nakit durumunun da göz önünde bulundurulması gerekir.

* Pay başına kar: dönem net karının hisse sayısına bölünmesiyle bulunur.
  Pay başına kar payı: dağıtılacak kar tutarının hisse sayısına " " .

* Optimal kar dağıtımı işletme değerini en yüksek değere ulaştırma amacını gerçekleştirmek için en uygun kar dağıtım oranı belirlenerek yapılır.

$$V_0 = \frac{D_1}{k_s - g} \quad (k_s > g \text{ için})$$

Optimal Kar Dağıtım Politikaları

1.) Temettü İlişkisizlik Kuramı:

* Modigliani-Miller yaklaşımı olarak da bilinen bu kurama göre, kar dağıtım politikalarının sermaye maliyeti üzerinde ve işletme değeri üzerinde bir etkisi yoktur. Bir işletmenin değeri sağlayacağı kara bağlıdır. Karın ortaklara dağıtılması veya dağıtılmayarak otofinansmanda kullanılması tercihi sermaye maliyeti ve işletme değeri bakımından farklı sonuçlar doğurmaz.

- Nakde gereksinimi olan ortak kar payını alır ve gereksinimi için kullanır. Nakde gereksinimi olmayan ortakse, kar payını yeni hisse satın almak için kullanır.

Aynı şekilde, nakde ihtiyacı olan bir ortak işletmenin yeterince karpayı dağıtmemesi halinde sahip olduğu hisselerin bir kısmını piyasada satarak ihtiyacı olan nakit gereksinimini bu yolla karşılar (home made dividend) Diğer taraftan yüksek karpayı dağıtımı nedeniyle işletmenin yatırımlarını gerçekleştirmede nakit açığına düşmesi halinde yeni hisse ihracı suretiyle bu açık kolayca giderilebilir. Eğer işletme bünyesinde alıkonulan nakit tutarı yatırımlar için gerekli olan nakit ihtiyacını aşıyorsa, bu defa da hisse geri satın alınması yoluyla fazla nakit bir şekilde değerlendirilmiş olur. Tam rekabet koşullarının geçerli olduğu piyasalarda, bu işlemlerin herhangi bir maliyeti yoktur.

Bu yaklaşımda, vergilerin olmadığı, dam bilginin olduğu, işlem maliyetlerinin olmadığı, asimetrik bilgilenmenin olmadığı, acente sorununun olmadığı gibi etkin piyasa koşullarının bulunduğu varsayımı vardır.

Ortaklar tüm getirilerini karpayı veya sermaye kazancı şeklinde elde etmek bakımından kayıtsızdırlar. Beklenen getiri oranı (ks) değişmediği için kar payı dağıtım oranının işletme değeri üzerinde etkisi yoktur.

2.) Eldeki Kuş Kuramı

Kar payı ödemelerindeki artma, beklenen getiri oranını (ks) azaltmaktadır. Çünkü dağıtılmayan her 1 TL ele geçen 1 TL kar payından daha risklidir. Daha fazla riske katlanma karşılığında, ortakların getiri beklentisi yüksektir.

:Bu yaklaşıma göre, eşit koşullarda olmak koşuluyla, karpayı sermaye kazancına tercih edilir. Kar payı azaldıkça beklenen getiri oranındaki yükselmeden dolayı işletme değeri ...er.

.) Vergi Tercihleri Kuramı:
Sermaye kazançları kar paylarından daha düşük oranlarda vergilendirildiği durumlarda ortaklar, daha az vergi ödemek düşüncesiyle sermaye kazancını karpayına tercih ederler. Sermaye kazancı, hisseler satılıncaya kadar vergilendirilmeyeceği için paranın zaman değeri de göz önünde bulundurulduğunda, bu durum ortaklar için önemli bir avantaj sağlar.
Kar dağıtım oranı arttıkça özkaynak maliyeti karpayı ilişkisizlik kuramına göre değişmemekte, eldeki kuş kuramına göre azalmakta, vergi tercihleri kuramına göre artmaktadır.
Kar dağıtım oranı arttıkça, hisse fiyatları kar payı ilişkisizlik kuramına göre değişmemekte, eldeki kuş kuramına göre artmakta, vergi tercihleri kuramına göre azalmaktadır.

.) Müşteri Etkisi
:Karpayı dağıtımında, yatırımcı beklenti profilinin belirlenmesi ve buna göre karın ne kadarının dağıtılacağına karar verilmesi gerekir.
Mükemmel olmayan piyasalarda, yatırımcılar tarafından yapılan işlemlerin karına yetkinin bulunması, karpayı politikasında sık değişiklik yapan şirketlerin hisse fiyatlarının karpayı politikasını uzun süre değiştirmeyen şirketlerin hisse fiyatından daha düşük olmasına neden olur.
·Bu yaklaşım, firmaların mevcut yatırımcı kitlesini sürdürmek için karpayı politikalarında köklü değişiklikler yapmamaları gerektiğini söyler.
:İşletmelerin bu yaklaşıma göre karpayı dağıtımında gözönünde bulundurması gereken noktalar:
- Uygulanan vergi rejimi
- Yatırımcının bulunduğu vergi dilimi
- Yatırımcının vergiden muaf olup olmaması
- şirketler hakkında bilgi sağlama imkanı
- işlem maliyeti
- yatırımcı profili (genç/yaşlı, alt gelir/üst gelir ...)
- iç mevzuat

.) İşaret Etkisi:
+ Karpayı dağıtımına ilişkin kararlar yatırımcılar açısından işletmenin geleceğine yönelik bir işaret olarak algılanmaktadır. Örneğin, yüksek kar dağıtımı, şirketin gelecekte karlarının artacağı şeklinde yorumlanabileceği gibi işletmenin gelecek dönemde yüksek getiri sağlayabileceği yatırım olanaklarına sahip olmadığı şeklinde de algılanabilir.
+ Bu yaklaşım finansman hiyerarşisi kuramıyla çelişmektedir. Çünkü finansman hiyerarşisi kuramına göre işletme finansmanından önce dağıtılmayan karlar daha sonra borçlanma en son çare yeni hisse ihracı yoluyla gidilmelidir. Oysa,

..u yaklaşıma göre, yüksek kar payı dağıtımını yatırımcılar işletme beklentilerin(e) olumlu sinyal olarak) yorumlama eğilimindedirler.
* Genel olarak, müşteri etkisi ve bilgi kapsamı kuramına göre, gerçeğin kend(i)sinden ziyade yatırımcılar tarafından nasıl algılandığı önemlidir.
f.) Artık Karın Dağıtılması Kuramı;
* Dağıtılmayan karların maliyeti, alternatif maliyettir. Bu nedenle, işletmenin gerçekle(ş)tirebileceği yatırım seçeneklerinin getirisiyle ortakların alternatif yatırım seçenekl(e)rinin getirileri karşılaştırılmalıdır. Ortakların alternatif yatırım seçeneklerinin ge(tirisi)nden daha büyük veya eşit getiri sağlayacak olan işletme yatırımlarının (f)inansmanı için yetecek tutardaki kar dağıtılmamalı, artan kısım dağıtılmalıdır.
* Kar dağıtım politikalarının hisse fiyatı / şirket değeri üzerindeki etkileri ko(n)usunda, 3 temel görüş bulunmaktadır:
1. Eğer kar payına bağlı olarak vergi dezavantajı yoksa, ve işletme ihtiyaç duydu(ğ)unda herhangi bir maliyete katlanmadan hisse ihraç ederek sermaye artırımın(a) gidebiliyorsa, kar payı önemsizdir.
2. Eğer kar payı bir vergi dezavantajına sahipse kar payını artırmak şirket değeri(ni) düşürür.
3. Eğer hisse sahipleri kar payını seviyorlarsa, veya kar payı gelecekle ilgili bek(le)ntiler konusunda bir sinyal görevi görüyorsa, kar payı iyidir ve kar payını artırma(k) şirket değerini artırır.
* Kar payının maliyeti, kar payının neden olduğu çifte vergilere, yatırımların fi(n)ansmanında kullanılacak fonlarda bir azalma, yeni menkul kıymet arzının getire(ce)ği ek maliyetler, işletmenin zımnen de olsa bir kar payı taahhüdü altına girmes(i) (kar payının sticky özelliği vs.) gibidir.
Kar payının sağladığı faydalar, kar payının olumlu bir sinyal etkisi yarattığı, tem(si)lcilik maliyetlerinde azalmaya neden olduğu (kar payı dağıtılınca iç finansman (k)aynağı azalır ve işletme sermaye piyasasına yönelir. Sermaye piyasası zaten denet(im) dışından temsilcilik maliyetleri düşer) yoktan nakit akımlarının yatırımcılara (ak)tarılması nedeniyle uygun olmayan projelerin engellendiği, müşteri etkisi yarattığ(ı) gibidir.
(K)ar payı Yeniden Yatırım Planı
Ortaklara, kar paylarıyla yeni adi hisse alma olanağı sağlayan düzenlemelerdir. (Uygu)lanma, karın dağıtılmaması sonucuna ve kar payı yerine hisse uygulanmasındaki (so)nuca benzer bir etkiye sahiptir.
Kar payı yeniden yatırım planları, planı kabul eden ortaklar otomatik olarak kar pay(la)rını hisseye dönüştürebilme olanağı sağlar. Söz konusu plan 2 şekilde yapılır:
a.) Açık Piyasada Satın Alma Planı: Ortakların kar payları güvenilir bir fonda toplanmakta, toplanan kar paylarıyla piyasadan yeni hisse alınmaktadır. Bu uygula(ma)mada işlem maliyetlerini azaltma(??) ve küçük hisse ...

r şeklinde hisse sahibi olma avantajları vardır.

b.) Yeni Hisse Senedi Planı; işletme dağıtılacak karpaylarından pay almak isteyenlerin karpaylarını dağıtmamakta, elindeki ka fonu, yeni ihraç edeceği hisselerini ortaklara vermenin karşılığında kullanmaktadır.

- Paylı Ödeme Hisse Senedi
· Ortaklara karpayı yerine hisse dağıtılmaktadır. Bu uygulama için öncelikle bir ağıtım oranının belirlenmesi gerekir.
· Sermaye yedeklerinin sermayeye ilave edilmesini dolayı gerçekleştirilen bedelsiz isse dağıtılması da bir stock dividend uygulaması olarak kabul edilir.

isse Senedinin Bölünmesi (Stock Split)
Hisselerin likiditesinin arttırılması amacıyla uygulanmaktadır. Bir hissenin piyasa yatı yükselerek likiditesini olumsuz olarak etkileyecek bir düzeye ulaşmışsa, işletme yönetimi hisseyi belli oranlarda bölme kararı verebilir.
. Hisse bölünmeleri, yatırımcılar tarafından yönetimin hisse fiyatının artacağına il m bir beklentiye sahip oldukları şeklinde de algılanabilir. Bu nedenle işletmed el bir gelişme olmadığı halde hisse bölünmelerinden sonra ilgili hissenin yatlarında genellikle artış olur. Bu artış olumlu beklentilerden kaynaklanabil eceği gibi bölünmeden dolayı daha likit bir nitelik kazanmış olmalarından da aynaklanıyor olabilir.
: Hisse bölünmesinin, tam tersine uygulandığı durumlar da vardır. Fiyatı optimal iyat aralığından daha düşük bir düzeyde kalan hisseler birleştirilerek fiyatları yü eltilir.

arpayı Dağıtımı Süreci
+ Karpayı olmaksızın satış tarihi (ex-dividend date), bu tarih dahil ödeme gününe adar geçen sürede hisse alan karpayı alamaz. Karpayı alma hakkı bu tarih dah ile, önceki tarihlerde hisseyi elinde bulunduranındır.

arpayı Avansı
*, Ara mali tablolarında, yer alan karları üzerinden nakit temettü avansı dağıtabilirle ağıtılacak karpayı avansının ilgili hesap dönemi sonunda yeterli kar oluşmaması ya da zarar oluşması durumlarında bir önceki yıla ait bilançoda yer alan olağanüst edek akçelerden mahsup edilir.

şletme Tarafından Kendi Hisselerinin Alınması
+ Genellikle borç/özkaynak oranı düşük olduğu için özkaynaklarını azaltarak sermaye yapısında önemli değişiklikler yapmak isteyen işletmeler tarafından tercih edilmekted Bir başka uygulama nedeni de ele geçirme girişimi olabilir. Nakit düzeyleri yük sek işletmeler için uygun olabileceği gibi, bazı işletmeler ka uygulamayı kayıp oranlarda borçlanarak da gerçekleştirebilirler. Ortakların karpayı yerine hisse ka etme şansı yoktur.
: Türkiye'de yasalara göre, şirketin hisselerini geri satınalması yoluyla karpayı dağıtması yasaklanmıştır. Böyle bir uygulama, sermaye azaltılması olarak kabul edilmektedir.

Kâr Dağıtım Politikaları

* Kâr paylarının dağıtılmasına ilişkin yerleşik kâr uygulama, yatırımcılar tarafından istikrar olarak algılanacak ve belirsizlikten kaynaklanan riskler azaltılacaktır. Bu bir durum, gerçekleştiğinde hisselerin piyasa fiyatı olumlu olarak etkilenir.

* Başka kâr dağıtım politikaları:

a.) Artık Kârın Dağıtılması: Ortakların alternatif yatırım seçeneklerinin getirisinden daha büyük veya eşit getiri sağlayacak olan işletme yatırımları veya yatırımların finansmanı için yetecek tutar dağıtılmamalı, artan kısım ortaklara dağıtılmalıdır.

* Kâr paylarında dalgalanmalar görülebilir. Kâr payı beklentilerine ilişkin belirsizlikler doğuracağından, hisselerin değeri bulunurken, daha yüksek oranlarla iskonto edilir.

b.) Kârın Sabit bir Oranda Dağıtılması: İşletmeler elde ettikleri kârın belli bir yüzdesini kâr payı olarak dağıtmaktadır.

c.) Kârın Her Yıl Artan Oranlarda Dağıtılması: Dağıtılan kârların yatırımcılar veya ortaklar bakımından bir işaret etkisine sahip olduğu, kâr dağıtım kararlarının işletmenin geleceğine ilişkin işletme yöneticilerinin beklentilerini yansıttığı gerçeği gözönünde bulundurulduğunda, artan oranlarda kâr payı dağıtımı, işletmenin kazanma gücü bakımından olumlu bir işaret olarak algılanacaktır. Bu politika, özellikle, getirilerinin önemli bir kısmını kâr payı olarak elde etmek isteyen yatırımcılar açısından olumlu sonuçlar doğurmaktadır.

d.) Kârın Sabit bir Tutarda Dağıtılması: İşletmeler yatırımcılarına istikrarlı bir kâr payı elde etme olanağı verirler. Bu bir hisselerin riski göreli olarak daha düşüktür.

Kâr Dağıtımını Etkileyen Faktörler

a.) Yasal Faktörler;

b.) İşletmenin nakit veya likidite durumu

c.) İşletmenin borçları ve faiz ödemeleri

d.) İşletmenin karlılığı ve karlılığındaki dalgalanmalar

e.) Vergi düzenlemeleri

f.) İşletmelerin sermaye piyasalarından yararlanma olanakları,

g.) İşletme yöneticilerinin tutumu

h.) İşletmenin büyüme hedefleri

i.) İşletmenin içinde bulunduğu sektör ve ekonominin koşulları

j.) İşletmenin yasal ve ekonomik organizasyonu

k.) Diğer işletmelerin kâr dağıtım politikaları

[illegible]ç[illegible]iler

İşletmeler borç/özkaynak oranlarını borçların artırılması yoluyla artırarak, bir başka ifadeyle finansal kaldıracını yükselterek kaynak maliyetini (vergi oranının [illegible] olarak) azaltma olanağına sahiptirler. Bu olarak vergi tasarruf etkisi veya [illegible]gi kalkanı olarak da bilinmektedir.

Borç faizlerinin gider olarak vergi matrahından indirilmesinin sağladığı vergisel avantaj her şeyden önce işletmenin kâr etmesine bağlıdır. İşletmenin kârı yoksa veya [illegible] etmişse yada olağan indirim ve istisnalar nedeniyle zaten herhangi bir vergi [illegible] olmuyorsa vergi tasarruf [illegible]

: Borçlanmanın gerçek maliyet oranı = Faiz Oranı x (1 - Vergi Oranı)

· Faiz ödemesi üzerinde herhangi bir kurumlar vergisi yükü bulunmamakla birlikte, faiz gelirini elde edenlerin gelir vergisi yükümlülüğü bulunmaktadır. Kâr payı üzerinde ise, hem kurumlar vergisi hem de gelir vergisi yükü bulunmaktadır.

BÖLÜM 12; Varlıkların Değerinin Saptanması

İşletme değerinin belirlenmesi şirketin gerçek değerine en yakın değerini saptama sürecini ifade eder. Bir varlığın piyasa değeri varlığın satılması halinde o varlık için ödenmesi kabul edilebilecek olan fiyat olarak tanımlanabilir.

* Şirket değerinin belirlenmesinde en çok kullanılan yöntemleri

a.) Düzeltilmiş Defter Değeri

* Bu yönteme göre şirketin değeri, şirketten talep hakkı olan yatırımcıların taleplerini değerinin toplamı olarak ifade edilebilir.

* Yöntemin en önemli sakıncası, bilançoda gösterilen aktif ve pasiflerin defter değeri piyasa değerine eşit olmamasıdır. Bunun nedeni, bilançoda gösterilen varlıkların defter değerinin tarihi maliyetlere dayandırılmış olmasından kaynaklanır. Diğer sakıncaları;

- Enflasyon: Şirketin bilançosunda gösterilen değerler tarihi maliyetlerle kaydedildiğinden bu değerlerin fiyatlarının enflasyona bağlı olarak yükselmesi şirket bilançosuna tam olarak yansıtılamaz.

- Teknolojik Yıpranma: Şirketin bilançosunda yer alan bazı varlıklar, özellikle maddi duran varlıklar yeni teknolojilerin geliştirilmesi nedeniyle değer kaybına uğrayabilir.

- Parayla İfade Edilemeyen Varlıklar: Şirketin bilançosunda yer almayan varlıklar da vardır.

b.) Hisse Senetleri ve Borçları Değerleme Yöntemi

* Bu yöntem, halka açık şirketlerin değerinin belirlenmesinde kullanılır. Bu yöntemde, şirketin değeri şirketin dolaşımdaki hisselerinin piyasa değeriyle borçlarının piyasa değerinin toplamından oluşur.

c.) İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi;

* Şirketin gelecekte sağlayacağı net nakit akımları tahmin edilerek bu nakit akımlarının şirketin değerinin belirleneceği tarihe göre bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Şirketin değerinin şirketin gelecekteki nakit akımlarına dayandırıldığından diğer değerleme yöntemlerine göre birtakım üstünlükleri vardır.

* Şirket değerinin gerçeğe yakın olarak belirlenmesini sağlar. Bu şekilde şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımları sadece bilançoda yer alan aktif ve pasiflerin değerlemesi alınmasıyla değil bütün olarak şirket faaliyetlerinin bir sonucu olmaktadır.

Tahvil Değerlemesi

Tahvil değerlemesi, tahvilin fiyatının bulunması anlamında kullanılmaktadır.

· Piyasa faiz oranları düştükçe tahvilin değeri yükselir. Genel bir kural olarak, tahvilin değeriyle piyasa faiz oranları arasında ters orantı vardır. Tahvil değeriyle ilgili gözlemler;

1-) Tahvilin değeri zaman içinde değişir. Tahvil için önerilen faiz oranları piyasa faiz oranlarından büyükse tahvilin değeri vadeye kalan süre azaldıkça azalır. Tahvil için önerilen faiz oranları piyasa faiz oranlarından küçükse tahvilin değeri vadeye kalan süre azaldıkça artar. Bu artış tahvilin nominal değerinden daha fazla bir değere ulaşma şeklinde olmaz. Artış nominal değere yaklaşacak şekilde bir artıştır.

* Piyasa faiz oranlarına göre daha yüksek getiri sağlayan bir yatırım ne kadar uzun süre getiri sağlarsa, o kadar değerli olur.

2.) Tahvilin değeriyle piyasa faiz oranları arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Piyasa faiz oranları arttıkça, tahvilin değeri düşer. Piyasa faiz oranları düştükçe tahvilin değeri artar. Tahvil, piyasa faiz oranlarına göre daha yüksek getiri sağladıkça değerlenir.

3.) Tahvilin vadesine kalan dönem sayısı arttıkça, tahvilin fiyatı piyasa faiz oranlarında meydana gelen değişmelere daha duyarlı olur. Vadeye kalan süre uzadıkça, piyasa faiz oranlarından daha yüksek veya daha düşük getirinin etkisi daha fazla olur.

6.) Piyasa faiz oranlarının tahvil üzerindeki etkisi tahvilin vadesine kalan dönem sayısı arttıkça, azalarak artar. Daha uzun bir süre sonra, ele geçecek olan faiz gelirinin net bugünkü değerinin giderek azalmasının sonucudur. Başka bir ifadeyle, elde edilen faiz gelirinin elde edilme vadesi geciktikçe bu faiz gelirinin net bugünkü değeri düşer.

5.) Tahvilin önerilen faiz oranıyla tahvil fiyatı arasında doğrusal bir ilişki vardır. Önerilen faiz oranı arttıkça, tahvilin değeri artar. Faiz oranı arttıkça tahvilin getirisi, ve böylece değeri artar.

Hisse Senedi Değerlemesi

Hisse senedinin değeri, genel olarak işletmenin değerinin hisse sayısına bölünmesi şeklinde ifade edilebilir.

Hissenin değeri, gelecek dönemlerde sağlayacağı temettülerin net bugünkü değeridir.

Hissenin değeri belirlenirken temettülerin sabit bir oranda arttığı varsayılırsa, bu durumda hissenin değeri:

$$= \frac{D_1}{k_s - g}$$

Hisse değeri belirlenirken genellikle hissenin sağlayacağı temettüler öngörülebilir bir dönem için öngörülerek öngörülen bu dönemlerdeki temettülerin bugünkü değeri bulunur. Öngörülebilir dönemden sonraki temettülerin belli bir büyüme oranıyla büyüyeceği veya sabit olarak devam edeceği varsayılır.

Genel bir ilke olarak, düşük değerlenmiş hisselerin alınması, yüksek değerlenmiş hisselerinde satılması şeklinde bir davranış rasyoneldir.

BÖLÜM 11: İşletmelerde Finansal Başarısızlık Durumu

*Sorunlu işletmeler iflasa düşmeden önce bazı aşamalardan geçerler. Bu aşamalarda sorunun saptanması ve giderilmesi için katlanılması gereken maliyetler genellikle daha düşüktür. İşletme iflasa doğru ilerledikçe geriye dönüşün maliyetleri de artmaktadır.

1. Aşama: Sıkıntıya Girmek (Distress)

*İşletmenin toplam riski önemlidir. Aşırı borçlu ve büyük ölçekte duran varlık yatırımı yapan bir işletmenin sağladığı nakit girişlerinin, borçlarının faizlerini ve anaparasını, duran varlık yatırımlarının sabit maliyetlerini karşılayamaması olasılığı artar.

*Finansal riskin varlığı finansal sıkıntı, sabit maliyetlerden kaynaklanan risklerin varlığı da ekonomik sıkıntı doğurur.

*Ekonomik sıkıntının olup olmadığı aşağıdaki kriterlere bakılarak karşılaştırılır.

1. Getiri oranı kriteri: Söz konusu işletmenin finansmanında kullanılan sermaye üzerinden gerçekleşen getiri oranının benzer işletmelerin sağladıkları getiri oranlarına göre, önemli oranda düşük olması ve bu durumun uzun sürmesi

2. Karlılık kriteri: gelirlerin, giderlerini karşılayamaması

3. Sermaye maliyeti kriteri: yatırımın ortalama getirisinin sermaye maliyetinden daha düşük olması

Ekonomik sıkıntı yaşayan bir işletme borçlanmaya başvurarak, bu yolla sağladığı kaynakları, sermaye maliyetini düşürmesi, iç getiri oranı yüksek verimliliği ... yatırımlar yapabilmesi gibi işletmenin nakit akışlarını artırıcı önlemleri alabilir. Önlemlerin başarılı bir şekilde uygulanması işletmenin ekonomik sıkıntısını azaltır. Başarısız olması durumunda, artan işletme riski sermaye maliyetini artırır. Faiz giderlerindeki artış nakit girişlerinin giderleri karşılama oranını, ...lığı azaltır. Böylece ekonomik sıkıntı yanında finansal sıkıntı da gelişir.

Finansal sıkıntının maliyetleri doğrudan ve dolaylı maliyetler şeklinde ayrılmaktadır. Doğrudan maliyetleri, sıkıntı sürecindeki yönetim harcamaları, yöneticilerin sıkıntıyla ilgili işlerde harcadıkları zamanın maliyeti gibi maliyetlerdir. Dolaylı maliyetler ise sıkıntının ileride iflasa dönüşeceği beklentisinin oluşmasından kaynaklanan ...işlerdeki azalmalar, kredi almada zorluklar, kaçırılan yatırım fırsatları gibi maliyetlerdir.

Finansal ve ekonomik sıkıntıyı birbirinden ayırmak zordur. Finansal sıkıntının nedeni ekonomik sıkıntı da olabilir.

Finansal ~~ve~~ ekonomik sıkıntı ortaya çıktıklarında, gerekli önlemler alınmazsa, birbirlerini besleyerek büyütürler.

Aşama: Başarısızlık (Failure)

Hedefleri gerçekleştirebilmek bakımından başarısız olan işletmelerde nakit girişleri azalır, veya nakit çıkışları artar. Bunun temel nedeni, işletmenin çeşitli fonksiyonlarıyla ilgili olarak karşılaştığı sorunların giderilememesidir.

. Aşama; Kısa Vadeli Borçları Ödeyememe ve Günlük Giderleri Karşılayamama.
Vadesi gelen borçları ödeyemeyen temerrüde (default) düşmüş denebilir.
Borçların varlıklardan büyük hale gelmesi ise uzun vadeli borçlarını da ödeyeme-
esi) borca batıklık veya aciz düşmüş (insolvency) işletmedir.
Hedeflerini gerçekleştirme bakımından başarısız olan işletmeler, yeterli kar
akit üretemedikleri veya nakit akışları ortlığı için kısa vadeli borçlarını
ödeyememe veya kısmen karşılayamama durumuna düşer. Yasal veya ekonomik
istek olmaması durumunda, alacaklılar alacaklarını tahsil edemedikleri için
yasal yollara başvuracaklardır.
Bir işletmenin gelir ve giderleri arasında olumsuz farkın ortaya çıkması
iflas anlamına gelmez. Zor dönemler boyunca ve büyük tutarlarda ortaya çık-
tıkça işletmenin iflas riski yükselir.
4. Aşama; İflas (Bankruptcy)
+ İşletmenin faaliyetlerinin iflas mahkemesi tarafından son verilip tasfiye veya
yeniden yapılandırılmasını da içeren hukuksal bir süreçtir.
- Bir işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyememesi ise teknik iflas olarak
adlandırılır.
İşletmenin iflastan kurtulabilmesi için yapılan çabalar yeniden yapılanma, kriz
yönetimi gibi isimlerle anılmaktadır.
+ Destek verilecek işletmelerin, destek yardımıyla toparlanma potansiyeline sah
olması gerekir. Aksi durumda, sağlanan finansal destekle faaliyetlerini sürdüremey
alışan işletmenin iflası gecikir ve zararı büyür.
: Bir şirketin varlıklarından yabancı kaynaklarını çıkarırsanız elde ettiğin
değer pozitif değilse bir başka değişle şirketin net aktif varlığı negatifse o
şirket borç ödeyebilme kabiliyetini kaybetmiş bir şirkettir.
· İşletmelerin başlıca başarısızlık nedenleri işletmeye bağlı nedenler ve şirke
dışından kaynaklanan nedenler olmak üzere 2'ye ayrılır.
Londra Yaklaşımı
: Finansal yapısı zayıflayan ve finansal yükümlülüklerini yerine getirmede
sıkıntılarla karşılaşan reel sektöre ait borçların, kredi alacaklısı bankalar
tarafından belli bir çerçeve içinde yeniden yapılandırılarak, söz konusu şir
ketlerin varlığını sürdürmesini sağlamaya yönelik uygulamaların genel adıdı
* Bu yaklaşım, bankacılık kesiminin çözümü "gönüllü kabullenmesi" ilkesin
dayanır. 4 temel prensibi vardır;
1. Ödeme zorluğundaki şirket iflasa zorlanmayacak, aksine bankaların
kredi kolaylığı tanıması sağlanacak.
2. Borcunun geleceğiyle ilgili kararlar tüm bankaların ve diğer tarafların ortak
onayıyla alınacak
3. Ödenemeyen kredi faiz ve anaparası birden fazla bankaya aitse, ilgili bankaları
ortak karara varabilmesi için birlikte çalışması

4. Ödeme sorunu yaşayan işletmelerle bankalar ortaya çıkan zararı belli oranlarda paylaşacaklardır.

*Aktif yönetim şirketi, bankaların kötü aktiflerini aktardığı (satıldığı) kuruluşlardır. Böylece bankaların, sorunlu kredilerle uğraşmak yerine bankacılık işlemlerine yoğunlaşmaları sağlanır.

* Londra yaklaşımında önemli noktalardan biri "yaşayabilecek" / "yaşayamayacak" işletmelerin seçilmesinde objektif davranılmasıdır.

* Kurtarmaya konu olacak şirketler için en önemli ölçüt faiz dışı kârdır. Faiz dışı kâr, işletmenin faaliyetlerinden dolayı elde ettiği gelirlerin toplamı faaliyetlerinden kaynaklanan giderlerden (faiz dışında) fazla ise, vardır ve işletme kurtarılmaya değer bir işletmedir.

* Finansal başarısızlıkların öngörülmesinde geliştirilmiş birçok yöntem vardır. Bunlardan bazıları:

1. Beaver'in Çalışmaları: Finansal oranlardan hareket ederek bir şirketin iflasa gidip gitmediği açıklanmaya çalışılmıştır.

* Beaver'e göre, Net Nakit Akışı / Toplam Yabancı Kaynaklar oranı iflasların öngörülmesi bakımından en açıklayıcı orandır.

2. Altman'ın Çalışmaları: Modele ilişkin eleştirilerden başlıcası, oranlardan birinde kullanılan hisse senetlerinin piyasa değerinin halka açık olmayan işletmelerde nasıl belirleneceğine ilişkindir. Altman eleştirileri dikkate alarak hisse senedinin defter değerini kullanmış ve modelini değiştirmiştir.

* Altman'a göre, iflas öngörülerinde en belirleyici oran Faiz ve vergi öncesi kâr / Toplam aktifler oranıdır.

İflasa Gidişin Önbelirtileri:

. Eğer şirkette sürekli olarak borçlanma ihtiyacı doğarsa şirket riskli olur, ortalama kapasitesi düşer ve daha yüksek faiz oranıyla borçlanır. Şirkette likidite problemi ortaya çıkar. Şirketin senetleri protesto olur, karşılıksız çekler çıkmaya başlar.

. Şirketin satışlarında mevsimsel olmayan dalgalanmalar ortaya çıkar.

. Şirketin sözleşmesini yerine getirmede sıkıntılar ortaya çıkar.

. Şirketin müşterilerinin şikayetleri artar.

İşletmelerde başarısızlıklardan korunmak için alınacak başlıca önlemler;

1. Şirketin sermaye yapısını düzenlemesi

a. Borçlulara hisse verebilir

b. Sermaye artırımına gidebilir

c. Tahvil sahiplerine hisse verebilir

d. İmtiyazlı hisselerini adi hisselerle değiştirebilir

e. Daha açık bir ifadeyle, Borç / Özkaynak oranını olumlu hale getirmeye çalışır.

2. Borçların vadelerinin uzatılması
3. Borç konsolidasyonu; kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara dönüştürülmesi
4. Alacaklıların alacaklarından bir kısmından vazgeçmesi
5. Şirketin fazla kullanılmayan varlıklarının satılması
6. Şirketin yasal veya hukuki yapısının değiştirilmesi (kimi işletmelerin sermaye bulma olanakları daha fazladır)
7. Yeni ortakların alınması
8. Şirket küçülmeye gidebilir
9. Şirket konkordato ilan edebilir. (yasal olarak, alacaklarından alacaklıların bir kısmından vazgeçmelerini, daha fazla vade vermesini ya da faizinden vazgeçmesini istemesi)

BÖLÜM 14: Uzun Vadeli Finansal Planlama

*Finansal planlama, genellikle uzun vadeli finansal planlamayı ifade etmek için kullanılmaktadır. Kısa vadeli planlama ise işletme sermayesi yönetimi olarak ifade edilmektedir.

*Finansal planlama gelecekte ortaya çıkması olası işletmeyle ilgili sorunlar henüz ortaya çıkmadan, önlem olarak neyin ne zaman ve ne şekilde yapılması gerektiği konusunda önceden sistematik bir şekilde düşünmeyi gerektiren süreçtir.

*Finansal planlamada işletmenin temel yatırım ve finansman seçenekleri üzerinde durulur.

*Finansal planlamada 4 temel duruma ilişkin karar yapılanır:

1. Gelecek dönemlerde gerçekleştirmeyi öngördüğü satışları gerçekleştirmek için sahip olması gereken duran varlıklara ilişkin yatırımların düzeyi
2. Planlanan dönemde işletmenin likidite düzeyi veya işletme sermayesi gereksinimi
3. Varlıkların ne oranda borçla veya özkaynakla finanse edileceği
4. İşletmenin elde edileceği karları nasıl değerlendireceği

Yani;

1. Sermaye bütçelemesi kararları
2. İşletme sermayesi kararları
3. Finansman veya Sermaye Yapısı kararları
4. Kar dağıtım kararları

Finansal planlama beklenmedik bir duruma karşı kendini koruyabilme olanağı sağlar. Finansal bakımdan karşılaşabileceği başarısızlıklar ve iflas durumu iyi bir finansal planlamayla büyük ölçüde önlenebilir.
Planlanacak dönemin uzunluğu planlamanın ufku denilmektedir.
Planlama genellikle 3 farklı varsayımlar kümesi gözönüne alınarak yapılır;

1. En kötü koşulların gerçekleşeceği varsayımı altında planlama
*Bu koşullar altında maliyet tasarrufunun nasıl sağlanacağı, işletmenin bütünlüğünü arzeden bir bölümünün ayrılarak satılması veya kötü koşullardan dolayı üretimde kullanılmayan varlıklardan hangisinin / hangilerinin satılacağı gibi durumlar belirlenmeye çalışılır.
2. Normal Koşulların Gerçekleşeceği Varsayımı altında planlama
*İşletmenin karşılaşacağı durumlar ve sonuçları üzerinde durulur. İşletmenin bütçe, finansman, kar dağıtımı gibi politikaları birbiriyle uyumlu bir şekilde planlanır.

3. En iyi koşulların gerçekleşeceği varsayımı altında planlama
*Planlama dönemi içinde işletmenin bir engelle karşılaşmadan büyüyeceği büyümenin finansmanında kullanılacak kaynakların uygun koşullarda sağlanabileceği varsayılmaktadır.

·Planlanan dönem uzadıkça belirsizlik artar, Belirsizlik arttıkça risk artar. İyi
* planlama yapabilmek için:
1. Yatırım kararları ve bu kararların gerçekleştirilmesi için gerekli olan finansman olanakları arasındaki etkileşimin sağlanması gerekir.
2. Değişik yatırım ve finansman seçeneklerini ve bu seçeneklerin kötü, normal ve iyi koşullarda işletmenin değeri veya ortakların serveti üzerindeki sonuçlarını ortaya koyabilecek nicel ve nitel özelliklere sahip olmalıdır.
3. Gelecekte beklenmedik bir durum ortaya çıktığında, ne yapılması gerektiğini de içerecek şekilde hazırlanmalıdır.
4. Birçok alt projeyi içerecek şekilde hazırlanabilirler. Hazırlanan her projenin yapılabilir olması yanında, birbirleriyle uyumlu olması da gerekir.
Hangi finansal planlama modeli kullanılırsa kullanılsın bir finansal planlama modelinde şu temel saptamalar yapılır:
1. Varsayımlar;
2. Bütçe Finansal Tablolar;
3. Satış tahminleri;
4. Yatırım Gereksinimi: En son tarihli (cari dönem) bilançoda yer alan duran varlık yatırımlarıyla bütçe bilançoda yer alan duran varlıklar arasındaki farka göre işletmenin duran varlık yatırımlarını ne kadar artıracağı veya azaltacağı saptanabilir.
5. Finansman Gereksinimi: İşletmenin planlanan dönemde öngördüğü yatırımları gerçekleştirmek için ne kadar kaynağa gereksinim duyacağı belirlenir. Kaynak gereksiniminin borçlanarak mı özkaynakla mı giderileceğine karar verilir. Borçla veya özkaynakla finansman yapılması durumunda bunun yöntemi belirlenir.
*Böylece işletmenin planlanan dönemdeki finansal yapısının ne şekilde belirleneceği, ne oranda kısa vadeli yabancı kaynak, ne oranda uzun vadeli yabancı kaynak, ne oranda özkaynak kullanacağı saptanır. Bu aşamada işletmenin sermaye yapısı ve kâr dağıtım politikalarının ana yapısı ortaya çıkar.
*İşletme bütçeleri yalnızca planlama amacıyla kullanılmazlar, aynı zamanda control ve yönetim amacı olarak kullanılırlar.
*Bir bütçe sisteminin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için şu ilkeleri göz önünde bulundurulması gerekir:
1. Yönetim desteği
2. ...

3. Katılım
4. Sorumluluk muhasebesi (sorumluluk alanları)
5. Gerçekçilik
6. Esneklik

* Satışların tahminleri temel olarak 2 grupta toplanan yöntemler kullanılarak yapılır:

1. Yargısal Yöntemler: Genellikle deneyimli ve uzman kişilerin deneyimlerinden yararlanılır.

a. PERT Tekniği: Bu yöntemde görüşünden yararlanılacak olan kişilerden iyi, normal ve kötü koşullarda işletmenin satış düzeyinin ne olabileceğini belirtmeleri istenir. Her 3 koşulda satış düzeyine ilişkin tahminlerin ortalamaları alınarak 3 kere farklı satış düzeyi tahmin edilir. Bu satış düzeyleri de PERT yardımıyla analiz edilir.

$$\text{Satış Tahmini } (X) = \frac{(\text{iyi}) + 4(\text{Normal}) + (\text{kötü})}{6}$$

$$\text{Satışların Standart Sapması } (S) = \frac{(\text{iyi}) - (\text{kötü})}{6}$$

b. Delphi Tekniği: Özellikle belirsizliğin yüksek olduğu koşullarda kullanılır. Seçilmiş uzman kişilere anket formu gönderilerek planlanan dönemde bazı değişkenlerin ne kadar veya oranda olacağı sorulmaktadır. Toplanan anketler değerlendirildikten sonra, ankete katılan kişilere daha önce verdikleri cevaplar ve aynı anketi cevaplayan diğer kişilerin ortalama değerleriyle daha önceki anket soruları gönderilir. Uzman kişi, diğer uzman kişilerin cevaplarının ortalamasını gördükten sonra anketi yeniden cevaplar.

2. Sayısal Yöntemler: İşletmenin geçmiş dönemlerdeki gerçekleşen verilerinden hareketle matematiksel ve/veya istatistiksel modeller kullanılarak uygulanır.

1. Ortalamalar

a. Aritmetik Ortalamalar: Basit aritmetik ortalama ve ağırlıklı aritmetik ortalama şeklinde hesaplanır.

b. Geometrik Ortalamalar: Geçmiş dönemlerde gerçekleşen değerler birbirleriyle çarpılır. Bulunan değerin dönem sayısına eşit dereceden kökü alınır.

c. Hareketli Ortalamalar: Basit ve ağırlıklı hareketli ortalamalar şeklinde hesaplanır.

1. Basit hareketli ortalamalar

2. Ağırlıklı hareketli ortalamalar: Son dönemlerde gerçekleşen değerlerin gelecek dönemlerdeki değerleri etkileme gücünün daha fazla olduğu varsayımı yapılır.

* Alfa katsayısı büyüdükçe, son dönemin tahmin edilen değer belirleyiciliği artar. Alfanın belirlenmesi önemlidir. Optimal α katsayısı tahminlerin standart sapmalarını min. yapacak şekilde belirlenir.

2. Regresyon Analizi: Bağımlı değişkenle bağımsız değişkenler arasındaki ilişki tahmin edilir. Analizin kapsayacağı dönem sayısının 12'den az olmamasına özen gösterilir.

Fon Gereksinimi Tahmini: Başlıca yöntemler;

1. Satışların Oranı Yöntemi; Bu yöntemde bilançoda yer alan kalemlerin satışa duyarlı olanlar, satışa duyarlı olmayanlar olarak gruplandırılması gerekir. Satışa duyarlı olanlar bilançoda satışlarda değişimden etkilenen kalemlerdir. Aslında temel amaç satışa duyarlı kalemleri saptamaktır.

2. Finansal Oranlar Yöntemi: Bu yöntemin kullanılabilmesi için temel koşul, planlanan döneme ilişkin satış tahmininin yapılmış olmasıdır. Oranlar, finansal tablolardan hesaplanan oranlardır. Bu oranlar, işletmenin geçmiş dönemlerinin ortalamaları, sektör ortalamaları, rakip işletmenin veya örnek olarak alınan işletmenin oranları esas alınarak elde edilebilir.

* Hedef alınan bu oranların planlanan dönem sonunda elde edilmesini sağlayacak şekilde bilanço ve gelir tablosu düzenlenir. Düzenlenen bilanço esas alınarak fon gereksinimi saptanır.

* Finansal tablolarda yer alacak tutarlar, belirlenen oranları sağlayacak şekilde olacaktır. Düzenlenmiş olan ve planlanan dönem sonundaki varlık ve kaynak durumunu göstereceği varsayılan bilançodaki kaynaklar toplamı varlıklar toplamından fazla ise fazla olan tutar fon fazlası, varlıklardan kaynaklar fazla ise, fazla olan kısım fon gereksinimini gösterir.

3. Regresyon Analizi Yöntemi: Geçmiş bilanço ve gelir tablosu kalemlerinin satışlara göre ne yönde ve ne kadar değiştiği belirlenmeye çalışılır. Bulunan ilişkinin derecesine göre tahmin edilmiş olan satışlar tutarındaki artış veya azalışa bağlı olarak, ilgili kalemlerin planlanan dönemde ne kadar artacağı veya azalacağı belirlenir. Bu şekilde hazırlanan ve planlanan döneme ait olan bilançonun kaynakları ve varlıkları arasındaki farka göre fon fazlası veya noksanı belirlenir.

* Gelir tablosunda ve bilançoda yer alan herbir kalemin satışlara göre ne oranda değiştiği saptanır. Bu sonuçlara göre, gelecek dönemdeki gelir tablosu ve bilanço kalemleri hesaplanır. Hesaplama sonuçlarına göre, düzenlenen gelir tablosu "planlanan gelir tablosu", bilanço ise "planlanan bilanço" olur.

* Aktif taraf pasif taraftan ne kadar büyükse planlanan dönemdeki fon gereksinimi o kadar olur. Aktif taraf pasif taraftan ne kadar küçükse, planlanan dönemdeki fon fazlası o kadar olur.

BÖLÜM 15: İşletme Büyümeleri ve Küçülmeleri

* İşletmelerin büyüme gerekçeleri temel olarak ekonomiktir. Ekonomik gerekçelerin dışındaki gerekçelerin başlıcaları:

1. Büyük ölçekte faaliyette bulunmanın üretim, yönetim ve pazarlama maliyetleri üzerindeki olumlu etkisinden yararlanmak.
2. Büyüyen işletmelerin ayrı sorumluluk merkezleri olarak örgütlenmeleri durumunda, yönetimde farklı ürünlerin üretilmesi şeklinde büyümede ise ürünler arası sinerji ekonomilerinden yararlanmak.
3. Sermaye maliyetlerini azaltmak, net nakit akışlarını, borçlanma kapasitesini, pay başına karları artırmak şeklinde sonuçlar verecek finansal ekonomilerden yararlanmak
4. Yetenekli personel ve yönetici oluşturma olanaklarından yararlanmak
5. Ar-ge faaliyetlerini daha ekonomik ve etkin şekilde yürütmek
6. Çeşitlendirme yaparak riski azaltmak
7. Bazı varlıkları daha düşük bedeller üzerinden edinmek
8. Rekabet avantajı elde etmek, piyasa payını artırmak
9. Ortaklara, yatırımcılara, tüketicilere, çalışanlara vb. ilgili kesimlere güven duygusu vererek işletmenin piyasa ve kişiler tarafından daha olumlu algılanmasını sağlamak
10. Başka şirketlerin kolayca ele geçirmelerine karşı "küçük lokma" olmamak
11. Uluslararası piyasalara açılmak
12. Vergisel olanaklardan yararlanmak

İşletmelerde büyüme çeşitleri;

I. Büyüme yönüne göre

A. Dikey Büyüme: Hammadde üretiminden nihai tüketiciye kadarki aşamaları aynı yapı içinde toplayarak büyümektedirler.

B. Yatay Büyüme: Rekabeti azaltma veya pazar payını artırma amacıyla uygulanmaktadır. Rakip işletmeler veya potansiyel rakip işletmeler, bir bütün olarak veya yönetim olarak büyüyen işletmenin kontrolüne alınır.

C. Sektörde Büyüme: İşletme aynı sektörde olma koşuluyla farklı ürünler üretecek şekilde büyümektedir. Ürün çeşidini artırarak ürün riskini azaltmak, mevcut dağıtım kanallarını ve marka şanını daha verimli olarak kullanmak gibi yararları vardır.

D. Sektörlerarası Büyüme: İşletmenin birden fazla sektörde varlığını geliştirmeye yönelik bir büyüme stratejisidir. İşletme bir çeşitlendirme olanağı elde ederek riskini azaltabilir.

II. Büyümenin Gerçekleştirilme Biçimine Göre

A.) Eklenerek Büyüme (Dışsal Büyüme): Bir firmanın diğer firma veya firmaların tamamını veya bir bölümünü ele geçirerek veya yönetimlerini denetim altına alarak büyümesidir. Eklenerek büyümede varlıklar ele geçirilebileceği gibi yönetim de ele geçirilebilir. Holding yapısına katılarak yönetimi ele geçirilen bir işletme yasal olarak ayrı bir özel kişilik olarak bağımsız kabul edilmekle birlikte, ekonomik kararlar bakımından holdinge bağlı hale gelmektedir. En baştan bir yapıyı kurma ve işleri yola getirmek maliyetlerinden daha düşük bir elde etme maliyetiyle büyüme olanağı elde edilir.

1. Varlıklarda artışlar yoluyla

a. İşletme Birleşmeleri (Mergers): En az 2 farklı işletmenin yeni bir işletme bünyesinde biraraya gelerek faaliyetleri tek işletme olarak sürdürme şeklinde yaptıkları bir büyüme şeklidir.

b. İşletme Satınalmaları veya Devralmaları (Acquisition): 2 farklı işletmeden biri diğerini tüm varlık ve kaynaklarıyla devralmaktadır.

c. İşletme Elegeçirmeleri (Takeover): Hedef bir şirketin, genellikle dostça olmayan yöntemlerle elde edilmesi yoluyla gerçekleştirilen büyümedir.

2. Finansal Duran varlıklarda Artışlar Yoluyla (Saf Holding): Bir şirketin diğer bir şirketin veya şirketlerin hisse senetlerinin çoğunluğunu ele geçirerek, o şirketin veya şirketlerin yönetimlerinde söz sahibi olması olarak tanımlanabilir. Saf holdingde, holding ticari veya sınai bir faaliyette bulunmaz. Kontrol etmek istediği başka işletmelerin hisselerine sahip olarak yönetimde belirleyici olur. Planlama, organizasyon, yönetim ve finansman konuları açısından bir merkezden yönetilirler.

* Holdingleşmenin gerekçeleri:

1. Göreli olarak küçük sermayeyle büyük sermayeleri kontrol altına alarak şirketin faaliyet alanını ve pazarını büyütmek, pazara egemen olmak

2. Etkili bir faaliyet yönetimi gerçekleştirmek. Şirketler büyüdükçe veya kontrol altındaki şirket sayısı arttıkça yönetim sorunu ortaya çıkar. Ana ortaklıkta kurulacak bir üst yönetimde kilit personeli ve yöneticileri buluşturmak, sorunu önemli ölçüde çözer.

3. Faaliyet alanlarının çeşitlendirilmesi yoluyla faaliyet riskini azaltmak

4. Şirketlerin yönetimini ele geçirmek ve kontrolü sağlamak, satın alma ve birleşmeye göre daha kolaydır.

5. Yönetimi ele geçirilen şirketlerin açıklanması zorunlu değildir. Bu nedenle pazarın büyük bölümünü ele geçirmek ve rekabetle ilgili yasaları aşmak mümkün olmaktadır.

6. Yatırım yapılan şirketler ve holding birbirlerinden bağımsız olarak faaliyetlerini sürdürmektedirler. Yatırım yapılan bir şirkette ortaya çıkan olumlu veya olumsuz gelişme, yatırım yapılan diğer şirketleri etkilememekte, holdingi de payı kadar etkilemektedir. Holding açısından bakıldığında da, çok sayıda şirkete yatırım yapılması riski dağıtmaktadır.
7. Holdinge bağlı şirketler arasında teknik bilgi, işgücü ve yönetici transferi daha rahat yapılabilmektedir.
8. Ölçek ekonomilerinden yararlanmak önemli bir üstünlüktür.
9. "Vergiden kaçınma" konusunda kullanılabilecekleri olanaklar fazladır.

* Holdinglerin sakıncaları

1. Holdinglerde piramitleşme arttıkça finansal kaldıraçtan yararlanma eğilimi artmaktadır. Bu durum riskin artmasına da neden olmaktadır.
2. Holdingleşme rekabeti engellemektedir. Holding merkezi, bünyesinde bulunan işletmelerin birer bağımsız işletme gibi birbirleriyle rekabet etmesine engel olacak düzenlemeler yapmaktadır.
3. Bünyesinde bulunan işletmeler arasında kâr transferi yaparak yasaların öngördüğü muafiyet ve istisnalar dışında "vergi planlaması" yoluyla daha az vergi ödemektedir.
4. Holding bünyesinde bulunan halka açık şirketlerden, halka açık olmayan şirketlere kâr transferleri yoluyla, hisse yatırımcılarının elde edecekleri kâr payları azaltılmaktadır.
5. Holding bünyesinde bulunan işletmelerin birbirlerinin sermayelerine iştirak etmeleri yoluyla, holding çatısı altında toplanan işletmelerin sermayelerinin olduğundan yüksek gösterilmektedir.
6. Ulaştıkları büyük ekonomik güçle ekonomik politikaların belirlenmesine yönelik kararların kendi çıkarları doğrultusunda alınması konusunda önemli bir baskı grubu haline gelmektedir.

* Holding Türleri;

1. Şirket yapılarına göre holdingler: Yatay ve kademeli olmak üzere 2 şekilde yapılanmaktadırlar.
* Yatay holdingleşmede bir ana şirket ve yatırım yapılan yavru şirketler yer alır. Bu holding türünde ana ortaklık diğer ortaklıklara yatırımını doğrudan yapar.
* Kademeli holdinglerde ise, ana şirkete bağlı ara şirketler ve bunlara bağlı yavru şirketler bulunmaktadır. Ara şirketler ve bunlara bağlı yavru şirketler küçük holdingler şeklinde düşünülmektedir. Ana şirket, diğer şirketlerin bir kısmına doğrudan, bir kısmına dolaylı yatırım yapmaktadır.
2. Faaliyet Konularına göre Holdingler: Saf ve karma olmak üzere 2'ye ayrılır.
* Saf holdingde ana şirketin diğer şirketlere yatırımda bulunma dışında başka bir faaliyeti yoktur.

* Karma holdingler ise hem hisse senedi yatırımlarıyla, başka şirketlerin yönetiminde etkili bir yönetim gücü elde etme hem de ticari faaliyetlerde bulunma şeklinde örgütlenir.

B-) Gelişerek Büyüme: İşletmelerin kendi faaliyetleri sonucunda oluşturdukları kaynakları veya dışarıdan sağladıkları kaynakları yeni projelere yatırarak gerçekleştirdikleri büyüme türüne içsel büyüme denir.

1. Bireysel Büyüme
2. İşbirliğiyle Büyüme
a. Ekonomik İşbirliği
i. İş Ortaklıkları (Joint Ventures): İki ya da daha fazla işletmenin stratejik ticari amaçlarını gerçekleştirmek üzere kaynaklarını bir araya getirerek kurdukları ayrı bir işletmedir.
ii. Stratejik İttifaklar (Strategic Alliance): Ortak stratejik amaçlarını gerçekleştirmek için iki veya daha fazla bağımsız işletme tarafından yapılan ortaklık anlaşmasına dayalı olarak yapılan işbirliği. Başlıca belirleyici özellikleri;
1. Ortak bir amaca ulaşmak isteyen işletmelerin aralarında yaptıkları anlaşmaya göre yürüttükleri 2 veya daha çok taraflı bir ilişkidir.
2. İşletmeler, ortak bir stratejik amacı benimsemişlerdir.
3. Hisse değişimini de içerebilir ancak burada hisse değişim kontrol amacı taşımaz.
4. Stratejik işbirliğine giren işletmelerin tüzel kişilikleri devam eder.
iii. Uzun Vadeli Ticari Anlaşma: Genellikle devletlerle işletmeler arasında yapılan özel nitelikli anlaşmalardır. Bu anlaşmalarla, işletmeler belli bir kalkıyı uzun bir süre kullanmak üzere anlaşmaktadır.
b. Tekelci İşbirliği
i. Kartel: Genellikle, üretim arzını sınırlandırarak fiyatı belirlemek şeklinde uygulanan "kontenjan veya kota kartelleri" (örneğin OPEC), kartele katılan işletmelerin belirlenen fiyattan daha düşük fiyatla satış yapmayacaklarına ilişkin anlaştıkları "fiyat karteli" ve aynı dağıtım kanalının kullanılması yoluyla fiyatların denetim altına alındığı "satış karteli" şeklindeki rekabeti önleyici organizasyonlardır.
ii. Tröst: Daha çok kar sağlamak amacıyla hem finansal hem de yönetim bakımından daha büyük kuruluşlar haline gelmeleridir. Kartele göre daha katı bir yapılanması olan tröst yapısı içinde yer alan işletmeler bağımsızlığını kaybederler.
iii. Centilmenlik Anlaşması: Genellikle aynı sektörde faaliyet gösteren işletmelerin sözlü veya yazılı olarak rekabeti azaltarak faydalarını